

VYSOKÁ ŠKOLA BÁŇSKÁ – TECHNICKÁ UNIVERZITA OSTRAVA
EKONOMICKÁ FAKULTA

KATEDRA FINANČÍ

Optimalizace vlastnické struktury holdingové společnosti
Optimization of the Holding Company Ownership Structure

Student: Bc. Richard Nezval
Vedoucí diplomové práce: prof. Dr. Ing. Zdeněk Zmeškal

Ostrava 2020

VŠB - Technická univerzita Ostrava
Ekonomická fakulta
Katedra financí

Zadání diplomové práce

Student: **Bc. Richard Nezval**

Studijní program: N6202 Hospodářská politika a správa

Studijní obor: 6202T010 Finance

Téma: **Optimalizace vlastnické struktury holdingové společnosti**
Optimization of the Holding Company Ownership Structure

Jazyk vypracování: čeština

Zásady pro vypracování:

1. Úvod
 2. Řízení holdingové společnosti
 3. Vlastnická struktura a její optimalizace
 4. Optimalizace vlastnické struktury vybrané holdingové společnosti
 5. Závěr
- Seznam použité literatury
Seznam zkratk
Prohlášení o využití výsledků diplomové práce
Seznam příloh
Přílohy

Seznam doporučené odborné literatury:

GROSS, Kerstin. *Equity ownership and performance*. Heidelberg: Physica-Verlag, 2007. ISBN 978-3-7908-1933-5.

KORNBLUTH, Jonathan and Gerald, R. SALKIN. *The management of corporate financial assets: applications of mathematical programming models*. London: Academic Press, 1987. ISBN 0-12-420920-3.

LAWRENCE, K. D., G. R. REEVES and J. B. GUERARD. *Advances in mathematical programming and financial planning*. Greenwich: JAI Press, 1990. ISBN 0-89232-815-0.

Formální náležitosti a rozsah diplomové práce stanoví pokyny pro vypracování zveřejněné na webových stránkách fakulty.

Vedoucí diplomové práce: **prof. Dr. Ing. Zdeněk Zmeškal**

Datum zadání: 22.11.2019

Datum odevzdání: 24.04.2020



Ing. Iveta Ratmanová, Ph.D.
vedoucí katedry



doc. Ing. Lenka Kauerová, CSc.
proděkanka pro studium
na základě pověření k jednání č.j.
VSB/19/050319/9900 ze dne 24. 9. 2019

Prohlašuji, že jsem celou diplomovou práci, včetně všech příloh, vypracoval samostatně.

V Ostravě dne.....18.4.2020.....

.....Richard Kord.....
jméno a příjmení studenta

Obsah

1	Úvod.....	5
2	Řízení holdingové společnosti	7
2.1	Charakteristika holdingu.....	7
2.1.1	Formy uspořádání holdingu	9
2.1.2	Typy holdingu dle funkce	11
2.1.3	Důvody vzniku holdingu	12
2.2	Fúze a akvizice firem.....	16
2.2.1	Charakteristika fúzí a akvizic	20
2.2.2	Typy fúzí a akvizic	23
2.2.3	Motivy fúzí a akvizic.....	25
2.3	Antimonopolní regulace	27
3	Vlastnická struktura a její optimalizace	28
3.1	Charakteristika subjektů vybrané vlastnické struktury.....	28
3.1.1	Charakteristika subjektu A (<i>Axa Equitable Holdings</i>).....	29
3.1.2	Charakteristika subjektu B (<i>Alliance Bernstein</i>)	30
3.1.3	Charakteristika subjektu C (<i>Holding</i>)	31
3.1.4	Charakteristika subjektu D (<i>General partner</i>)	32
3.1.5	Charakteristika subjektu E (<i>Unaffiliated holders</i>)	33
3.2	Optimalizace vlastnické struktury společnosti	34
3.2.1	Zadání úlohy.....	34
3.2.2	Metodika výpočtu optimální struktury	38
3.2.3	Matematická formulace modelu.....	39
3.2.4	Postup výpočtu optimální struktury	40
3.2.5	Rekapitulace dat a ověření výsledků	41
4	Optimalizace vlastnické struktury vybrané holdingové společnosti.....	42
4.1	Optimalizace dle stanoveného požadavku na vlastnictví a různých akvizičních cen 42	
4.1.1	Optimalizace dle stanoveného požadavku na vlastnictví.....	42
4.1.2	Optimalizace dle jednotlivých scénářů akvizičních cen	47
4.1.3	Shrnutí	48
4.2	Optimalizace dle různých požadavků na vlastnictví a stanovených akvizičních cen 53	
4.2.1	Optimalizace dle jednotlivých požadavků na vlastnictví.....	53
4.2.2	Optimalizace dle stanovených akvizičních cen.....	64
4.2.3	Shrnutí	66

5	Závěr	70
	Seznam použité literatury	74
	Seznam zkratek	76

1 Úvod

Diplomová práce je zaměřena na problematiku optimalizace vlastnické struktury vybrané holdingové společnosti. Cílem práce je pomocí finančního modelu, navrhnout optimální řešení vlastnické struktury holdingového uspořádání, konkrétně jeho přímých a nepřímých vlastnických podílů. Práce je rozdělena do pěti kapitol.

Za první kapitolu je považován samotný úvod. V kapitole je definován cíl práce a obsahová náplň jednotlivých kapitol.

Druhá kapitola je zaměřena na uvedení základních souvislostí zpracovávaného tématu, konkrétně je druhá kapitola rozdělena na tři dílčí podkapitoly. V první podkapitole je charakterizován holding samotný, jeho formy a typy dle funkcí. Dále jsou v první podkapitole uvedeny základní motivy pro vznik holdingu. V druhé podkapitole je věnována pozornost především fúzím a akvizicím. Fúze a akvizice jsou postupně v podkapitole vysvětleny a klasifikovány. Následně jsou uvedeny jednotlivé typy a motivy akvizic a fúzí doplněné o formy převzetí společností, a to jak formou přátelského, tak formou nepřátelského převzetí. Je zde specifikována taktéž metoda LBO (Leverage buy out) a MBO (Management buy out). Třetí podkapitola je zaměřena na antimonopolní regulaci, v podkapitole je uvedena a popsána taktéž role antimonopolního úřadu a jeho hlavních funkcí.

Ve třetí kapitole je definována metodická část práce. Třetí kapitola je rozdělena na dvě podkapitoly. V první podkapitole je charakterizována vlastnická struktura vybrané holdingové společnosti a jednotlivé vazby mezi její mateřskou společností a čtyřmi dceřinými společnostmi. Druhá podkapitola je věnována optimalizaci vlastnické struktury holdingové společnosti. V podkapitole jsou postupně nadefinovány výchozí data a optimalizační úloha. Podkapitola je orientována jako metodický postup, kdy pomocí finančního modelu je sestavena optimalizační úloha, která je následně aplikována ve čtvrté aplikační kapitole. Nejprve je specifikována výchozí struktura holdingového uspořádání (výchozí data) a následně pomocí nadefinování účelové funkce a funkce Řešitel v rozhraní MS EXCEL uvedeny vzorce sloužící k výpočtu optimální vlastnické struktury holdingové společnosti, tak aby náklady na nákup jednotlivých přímých a nepřímých vlastnických podílů byly minimalizovány.

Ve čtvrté kapitole jsou uvedeny dosažené výsledky nadefinovaných úloh a je provedena citlivostní analýza, kde je optimalizační úloha spočtena nejprve dle nadefinovaných výchozích scénářů akvizičních cen a poté dle nadefinovaných scénářů na komplexní vlastnictví v daných

subjektech. Scénáře jsou dosazovány s ohledem na měnící se vyjednávací podmínky, které jsou nedílnou součástí vyjednávacích postupů. Této skutečnosti zde proto jsou i přizpůsobeny akviziční ceny jednotlivých vlastnických podílů ve společnostech a velikosti jednotlivých scénářů na komplexní vlastnictví vybraných subjektů holdingové společnosti.

Závěrečná pátá kapitola je zaměřena na shrnutí poznatků práce. Jsou zde taktéž zachyceny důsledky jednotlivých scénářů za předpokladu rizika a flexibility trhu a navrženo, kam by práce mohla v budoucnu dále směřovat.

2 Řízení holdingové společnosti

V následující kapitole budou uvedeny teoretická východiska nutná pro efektivní řízení holdingové společnosti. Na holding se v této kapitole podíváme z několika úhlů. Kapitola bude rozdělena na tři podkapitoly, kde první podkapitola bude zaměřena na samotný pojem „holding“ doplněný o přímé a nepřímé vlastnictví uvnitř holdingové struktury. Druhá podkapitola poté bude orientována na fúze a akvizice, jejich charakteristiku, typy a motivy, které s těmito typy operací souvisí. V poslední třetí podkapitole bude věnována pozornost antimonopolní regulaci, budou zde uvedeny a popsány funkce antimonopolního úřadu. Závěr kapitoly bude věnován podmínkám fúzí a akvizic z hlediska antimonopolního úřadu.

2.1 Charakteristika holdingu

Holding je definován jako uskupení dceřiných společností a mateřské společnosti, kdy mateřská společnost vlastní (přímo či nepřímo) dceřiné společnosti prostřednictvím kapitálového podílu.¹

Za holdingové struktury jsou považovány veškeré struktury od jednoduchých uskupení složených ze dvou společností, kdy jedna je mateřskou společností a přímo vlastní dceřinou společností až po složité uskupení velkého počtu společností. V teorii je jednoduché uskupení dvou společností možné, avšak v praxi by tento jednoduchý model postrádal význam, jelikož zřízení holdingové struktury by bylo doprovázeno většími náklady na zřízení než výnosy získanými z jeho realizace v budoucnu. Vybudování holdingové struktury je spojeno s poměrně rozsáhlými administrativními náklady, které v případě propojení dvou společností nepřinášejí požadovaný užitek.²

V práci se budeme zabývat složitějšími holdingovými strukturami, kde bude figurovat více dceřiných společností, které budou propojeny s mateřskou společností. Dceřiné společnosti jsou ovládány skrze přímé a nepřímé vlastnické podíly mateřské společnosti. Pro pochopení základních principů přímého a nepřímého vlastnictví si uvedeme vzorové příklady doplněné o grafické znázornění.³

Obecně v holdingu existují dva typy vlastnických podílů:

¹ COURET, Alain a Didier MARTIN. *Holdingové společnosti*. Praha: HZ systém, 1997. ISBN 80-860009-11-4

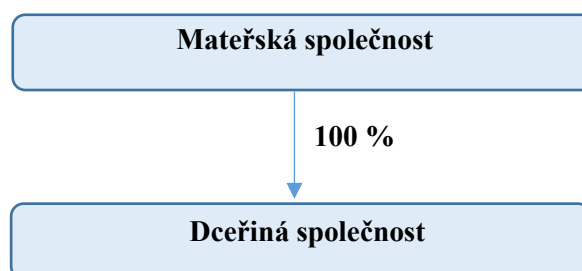
² ZMEŠKAL, Zdeněk. *Finanční modely*. 3.vyd. Praha: Ekopress, 2013. 249 s. ISBN 978-80-86929-91-0

³ ZMEŠKAL, Zdeněk. *Finanční modely*. 3.vyd. Praha: Ekopress, 2013. 249 s. ISBN 978-80-86929-91-0

a) Přímé vlastnictví

Pod pojmem přímé vlastnictví si je možno představit vzorovou situaci, kdy mateřská společnost vlastní 100 % akcií dceřiné společnosti. Mateřská společnost je tedy považována za jediného vlastníka dceřiné společnosti, viz Obr. 2.1⁴

Obr. 2.1 Schéma přímého vlastnictví

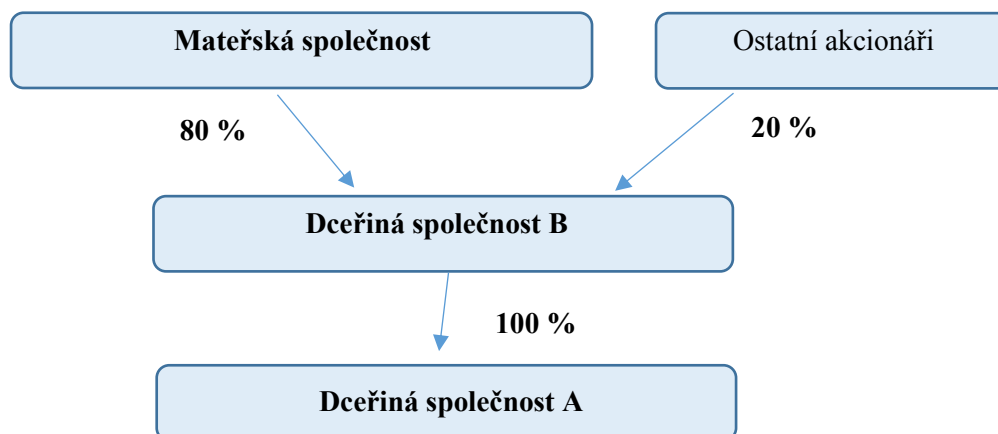


Zdroj: Vlastní zpracování

b) Nepřímé vlastnictví

Mateřská společnost může taktéž vlastnit dceřinou společnost A prostřednictvím majoritního podílu na dceřiné společnosti B, jež vlastní 100 % akcií dceřiné společnosti A, viz Obr. 2.2⁵

Obr. 2.2 Schéma nepřímého vlastnictví



Zdroj: Vlastní zpracování

⁴ ZMEŠKAL, Zdeněk. *Finanční modely*. 3.vyd. Praha: Ekopress, 2013. 249 s. ISBN 978-80-86929-91-0

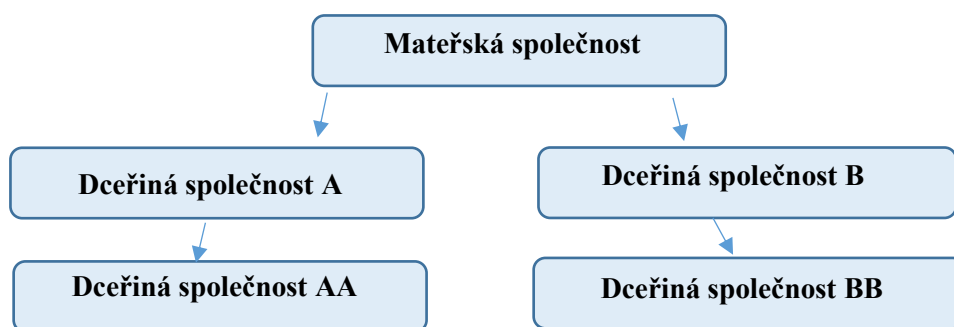
⁵ ZMEŠKAL, Zdeněk. *Finanční modely*. 3.vyd. Praha: Ekopress, 2013. 249 s. ISBN 978-80-86929-91-0

2.1.1 Formy uspořádání holdingu

a) Pyramidové uspořádání holdingu

Je považováno za nejběžnější formu vlastnických vztahů uvnitř holdingu, kdy mateřská společnost vlastní dceřiné společnosti (AA, BB) prostřednictvím dceřiných společností (A, B). Mateřská společnost tedy vlastní své „vnučky“ nepřímo. Situaci pyramidového uspořádání holdingu si zobrazíme v Obr. 2.3⁶

Obr. 2.3 Schéma pyramidového uspořádání holdingu



Zdroj: Marek (2009)⁷

b) Radiální uspořádání holdingu

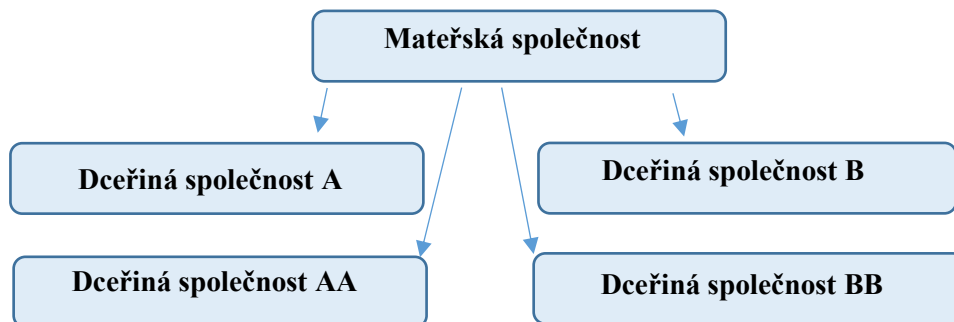
Radiální uspořádání je definováno přímým vlastnictvím mezi mateřskou společností a veškerými členy. V praxi je ve většině případů radiální forma uspořádání holdingu kombinovaná s pyramidální formou uspořádání holdingu. Graficky je situace radiálního uspořádání holdingu zobrazena v Obr. 2.4.⁸

⁶ MAREK, Petr. *Studijní průvodce financemi podniku*, 2.vyd. Praha: Ekopress, 2009. 627 s. ISBN 978-80-86929-49-1

⁷ MAREK, Petr. *Studijní průvodce financemi podniku*, 2.vyd. Praha: Ekopress, 2009. 627 s. ISBN 978-80-86929-49-1

⁸ MAREK, Petr. *Studijní průvodce financemi podniku*, 2.vyd. Praha: Ekopress, 2009. 627 s. ISBN 978-80-86929-49-1

Obr. 2.4 Schéma radiálního uspořádání holdingu



Zdroj: Marek (2009)⁹

c) *Cyklické uspořádání holdingu*

V cyklickém uspořádání holdingu není možno jednoznačně určit mateřskou společnost, jelikož každý z členů holdingu má částečně vlastnický podíl na jiném členovi holdingu, a zároveň je z části vlastněn členem dalším. V České republice je forma takového uspořádání u akciových společností a společností s ručeným omezeným zakázána. Cyklická struktura je zachycena na Obr. 2.5.¹⁰

Obr 2.5 Schéma cyklického uspořádání holdingu



Zdroj: Marek (2009)¹¹

⁹ MAREK, Petr. *Studijní průvodce financemi podniku*, 2.vyd. Praha: Ekopress, 2009. 627 s. ISBN 978-80-86929-49-1

¹⁰ MAREK, Petr. *Studijní průvodce financemi podniku*, 2.vyd. Praha: Ekopress, 2009. 627 s. ISBN 978-80-86929-49-1

¹¹ MAREK, Petr. *Studijní průvodce financemi podniku*, 2.vyd. Praha: Ekopress, 2009. 627 s. ISBN 978-80-86929-49-1

2.1.2 Typy holdingu dle funkce

a) *Správní holding*

V případě správního holdingu je mateřskou společností prováděna pouze úprava velikosti vlastnických podílů v jednotlivých společnostech. Veškeré strategické a operativní řízení je delegováno do jednotlivých dceřiných společností.¹²

b) *Finanční holding*

Přínos vzniku finančního holdingu je spatřován především ve výhodnějším postavením mateřské společnosti na finančním trhu, například při žádosti o provozní či investiční úvěr u obchodní banky, či při úpisu cenných papírů na kapitálovém trhu. Bonita holdingu je posuzována na základě konsolidovaných výkazů veškerých dceřiných společností uvnitř holdingu, jež umožňuje mateřské společnosti získat lepší vyjednávací podmínky při získání finančních produktů, rovněž pro dceřiné společnosti (operativní leasing, finanční leasing, dokumentární akreditiv, kontokorent, forwardové sazby apod.).¹³

c) *Strategický holding*

Ve strategickém holdingu je mateřské společnosti přisouzena role strategického organizátora. Mateřská společnost určuje dlouhodobou strategii holdingu a přenechává jednotlivým dceřiným společnostem operativní řízení ve vlastní režii s podmínkou, že dlouhodobé cíle musí být všemi dceřinými společnostmi respektovány.¹⁴

d) *Centralistický holding*

Centralistický holding je často uplatňován v kombinaci s radiálním uspořádáním holdingové struktury. Snaha mateřské společnosti je nejen ve strategickém rozhodování a řízení dlouhodobých cílů, ale rovněž v operativním řízení dceřiných společností. Tato forma řízení

¹² MAREK, Petr. *Studijní průvodce financemi podniku*, 2.vyd. Praha: Ekopress, 2009. 627 s. ISBN 978-80-86929-49-1

¹³ MAREK, Petr. *Studijní průvodce financemi podniku*, 2.vyd. Praha: Ekopress, 2009. 627 s. ISBN 978-80-86929-49-1

¹⁴ MAREK, Petr. *Studijní průvodce financemi podniku*, 2.vyd. Praha: Ekopress, 2009. 627 s. ISBN 978-80-86929-49-1

spolu nese, také poměrně rozsáhlé administrativní náklady, jelikož většina veškerých administrativních úkonů je směřována do rukou mateřské společnosti.¹⁵

2.1.3 Důvody vzniku holdingu

Když bude bráno v potaz historické hledisko vzniku holdingu, tak primární postavení mezi příčinami vzniku měla stabilizace podniku. Stabilizací podniku máme na mysli daňovou, účetní, právní, a především finanční stabilitu. Holding je organizován jako uskupení firem, které mezi sebou kooperují s cílem dosáhnout optimálního výsledku v konkrétních oblastech, přičemž kooperace firem je založena na kapitálových podílech v ostatních společnostech.¹⁶

Nyní si uvedeme nejvýznamnější důvody vzniku holdingu z pohledu daňového a finančního.

a) Daňové důvody

Systém zdanění v holdingové společnosti je vnitřně provázán a daňový subjekt této skutečnosti může efektivně využít. Povinností dceřiných společností je sestavit daňové přiznání, které sestavuje každá dceřiná společnost individuálně. Povinností sestavit daňové přiznání není ušetřena ani holdingová společnost. Sestavit daňové přiznání tedy jsou povinny všechny společnosti v holdingu, avšak daň odvádí jen mateřská společnost, která má možnost upravit si daňový základ skrze upravení vlastního výsledku hospodaření o zisk a ztráty jednotlivých dceřiných společností. Daň je v tomto případě odváděna pouze z výsledku hospodaření mateřské společnosti, která má možnost daňový základ jakýmsi způsobem optimalizovat.¹⁷

Důvody lokalizace

- 1) Vyhnout se dvojímu zdanění
- 2) Využít rozdílnost daňové legislativy v jednotlivých státech¹⁸

¹⁵ MAREK, Petr. *Studijní průvodce financemi podniku*, 2.vyd. Praha: Ekopress, 2009. 627 s. ISBN 978-80-86929-49-1

¹⁶ HLAVÁČ, Jiří. *Fúze a akvizice-proces nákupu a prodeje firem*. 2.vyd. Praha: Oeconomia, 2016. 134 s. ISBN 978-80-245-2159-6

¹⁷ COURET, Alain a Didier MARTIN. *Holdingové společnosti*. Praha: HZ systém, 1997. ISBN 80-860009-11-4

¹⁸ COURET, Alain a Didier MARTIN. *Holdingové společnosti*. Praha: HZ systém, 1997. ISBN 80-860009-11-4

1) Vyhnout se dvojímu zdanění

Pro znázornění situace se pokusíme uvést ilustrativní příklad. Představme si francouzskou společnost (sídlo společnosti na území Francie) s pobočkou na území Itálie. V případě dané holdingové struktury bude dceřiná společnost při vyplácení dividend zdaněná poprvé na území Itálie, kde je sazba daně 15 % a ve Francii bude od placení daně osvobozena s výjimkou platby 5 % podílů souvisejícího s náklady a výdaji. Samozřejmě, že běžná výše daně z příjmu bude ve Francii běžně vyčíslena (37 %).¹⁹

Znázornění zdanění na vzorovém příkladu dividendy ve výši 100 EUR.

$$100 \cdot 5\% \cdot 37\% = 1,85 \quad (2.1)$$

Reálná výše vyplacených dividend po zdanění z pobočky v Itálii je tedy

$$85 - 1,85 = 83,15 \quad (2.2)$$

Oproti tomu, když bude pobočka francouzské společnosti zřízena v Nizozemsku, tak daňová úmluva předpokládá zadržení (první zdanění na území Nizozemska) pouze ve výši 5 %. To znamená, že ve výsledku bude zdanění následující.

Reálná výše vyplacených dividend po zdanění po zdanění z pobočky v Nizozemí

$$95 - 1,85 = 93,15 \quad (2.3)$$

Na ilustračním příkladě je možno vidět, jak lze skrze vhodnou lokalizaci holdingu, efektivně optimalizovat daňovou stránku v oblasti vyplácení dividend. Rozdíl v daném příkladu je 10 peněžních jednotek.²⁰

¹⁹ COURET, Alain a Didier MARTIN. *Holdingové společnosti*. Praha: HZ systém, 1997. ISBN 80-860009-11-4

²⁰ COURET, Alain a Didier MARTIN. *Holdingové společnosti*. Praha: HZ systém, 1997. ISBN 80-860009-11-4

2) *Využití rozdílnosti daňových legislativ v jednotlivých státech*

V ilustračním příkladě výše jsme viděli rozdíl mezi zdaňováním holdingu ve Francii, Itálii a Nizozemsku. Obecně nejpriznivějšími zeměmi pro zakládání holdingových společností jsou uváděny Lucembursko, Nizozemí a Kypr.²¹

b) Finanční důvody

Dalším pozitivním přínosem, který s vytvořením holdingu blízce souvisí je zefektivnění finančních toků mezi jednotlivými subjekty tvořící holding. Jelikož při provádění transakcí peněžních prostředků v rámci holdingové společnosti, je v podstatě prováděna splatnost pohledávek a závazků mezi subjekty tvořící jeden celek, je možno upravovat si termíny splatnosti pohledávek a závazků dle potřeby, tak aby byly toky harmonizovány. Optimalizovat finanční toky lze obecně šesti základními metodami, které si nyní postupně popíšeme.²²

Leading. Jedná se o metodu, kdy jsou faktury mezi jednotlivými dceřinými společnostmi placeny předčasně, samozřejmě za podmínky, pokud je to pro obě zúčastněné strany výhodné. V daném případě je tedy zajištěna větší míra flexibility dostupnosti peněžních prostředků v případě úhrad závazků dalším potenciálním stranám.

Lagging. Je představován přesně opačnou situací než u leadingu. Mezi dceřinými společnostmi je odkládáno placení faktur na pozdější dobu, samozřejmě opět pokud je to pro obě zúčastněné strany výhodné. Metoda může být využívána například pokud má jeden ze subjektů (dceřiných společností) závazky u více subjektů, které měly být časově kryty splacením pohledávek, které dosud subjektu nebyly uhrazeny. Je tedy možno odložit splatnost závazku dceřiné společnosti v holdingu, protože se v podstatě jedná o prostředky holdingové společnosti, které jsou zatím pouze nepřemístěny v rámci holdingového uskupení.

Netting. Metoda, při které je holdingem sestaven kompletní přehled výdajů a příjmů jednotlivých dceřiných společností. Po sestavení přehledu je od příjmů dceřiných společností předem odečtena velikost výdajů, které mají být připsány konkrétním dceřiným společností v rámci holdingového uskupení a je převeden pouze zbylý zůstatek, který v případě kladné hodnoty je brán jako příjem dceřiné společnosti a v případě záporné hodnoty jako výdaj dceřiné společnosti, jež musí být převeden. Nakonec je tedy ve výsledné sumě převeden pouze objem

²¹ KLEIN, Štěpán. *Daňové ráje... aby nebyly daňovým peklem*. 1.vyd. Ostrava: Sagit, 1998. ISBN 80-7208-074-1

²² STERN, Daniel. *Das Währungstransaktionsrisiko in international agierenden Unternehmen. Leifaden für Finanzen, Treasury und Controlling*. München: GRIN Verlag, 2018. 193 s. ISBN 978-39-56876738

peněžních prostředků očištěný o vzájemné zápočty. Podstatou této operace je snížení transakčních nákladů, souvisejících především s počtem prováděných transakcí přes bankovní instituce.

Matching. Je založen na postupu nettingu, jen s tím rozdílem, že u matchingu jsou využívány i nástroje vnějšího hedgingu (finanční deriváty) a finanční toky jsou uváděny v různých měnách. Princip metody je tedy obdobný s nettingem, jen při metodě matching jsou mezi dceřinými společnostmi převáděny peněžní prostředky v rozličných měnách, proto jsou dceřinými společnostmi využívány rovněž forwardové kontrakty, které jsou nabízeny především komerčními bankami pro zajištění kurzu směny. Dceřiné společnosti tedy provádí převod v různých měnách, ale celkovou hodnotu transakce jsou schopny díky zajištění forwardovým kontraktem přesně vyčíslit a vzájemně ve výsledku započíst, aby byly opět minimalizovány transakční náklady.

Pooling. Je představován situací, kdy veškeré účty holdingové společnosti jsou vedeny u jediné bankovní instituce, která je zároveň pověřena provádět vzájemné zápočty mezi jednotlivými subjekty holdingového uspořádání. Bankovní institucí je tedy u jednotlivých dceřiných společností nejdříve prováděno pokrývání minusových položek dceřiných společností plusovými položkami z jiných dceřiných společností a až poté převeden výsledná hodnota zůstatku. Vzájemné zápočty peněžních prostředků jsou tedy prováděny přímo bankovní institucí, která provádí monitoring transakcí a eliminuje množství provedených transakcí.

Pricing. Jednotlivými dceřinými společnostmi jsou účtovány předem stanovené ceny, které jsou optimalizovány dle jednotlivé míry zdanění v konkrétním státě. Jedná se v podstatě o daňovou optimalizaci nákladů spojených s transferem prostředků. Optimalizují se samozřejmě pouze ceny, které je možno optimalizovat z pohledu holdingové společnosti. Ceny externích služeb a zboží jsou uváděny v původní výši a zdaňovány na území státu, kde byly poskytnuty či nakoupeny. Při dané metodě je vhodné konzultovat optimalizaci výši transferových cen s odborníkem na daňovou problematiku transferových cen, aby veškeré opatření bylo prováděno v souladu s daňovými zákony platných v daných zemích. Téma transferových cen uvnitř holdingové struktury je poměrně rozsáhlá oblast, díky které je možno holdingové společnosti napomoci k optimalizaci stanovených cen a ušetření nemalého množství nákladů s transferovými cenami souvisejícími.²³

²³ STERN, Daniel. *Das Währungstransaktionsrisiko in international agierenden Unternehmen. Leitfaden für Finanzen, Treasury und Controlling*. München: GRIN Verlag, 2018. 193 s. ISBN 978-39-56876738

2.2 Fúze a akvizice firem

Fúze a akvizice firem mohou být spojovány s kritickou situací cílového (přebíraného) podniku, či s pozitivní situací, a to růstem podniku skrze propojení s novými subjekty. Při fúzích a akvizicích je cílová firma odprodána jinému subjektu, důležitý je zde bod, jakému subjektu a jakou formou.²⁴

Subjekty provádějící fúze a akvizice

Trh s firmami je možno obecně rozdělit na dva typy společností. Prvním typem je společnost, která má v předmětu činnosti podnikání činnost nesouvisející s fúzemi a akvizicemi a pro tento účel vytvoří tzv. SPV (Special purpose vehicle) speciálně zřízena společnost na provedení transakce. Druhým typem je společnost, jež se specializuje pouze na fúze a akvizice, obvykle označována jako Private Equity fond neboli fond Soukromého kapitálu.²⁵

- *SPV (Special purpose vehicle)*

SPV společnosti jsou speciálně zakládány z důvodu provedení fúze či akvizice. Výchozím bodem pro vznik SPV je situace, kdy je mezi dvěma podniky vedeno vyjednávání, kdy jeden podnik má finanční potíže a druhý podnik má snahu podnik převzít, či se jedná pouze o spojení firem a ovládnutí větší části trhu. Důvody převzetí mohou být různé od rozšíření výroby, prodeje díky větší výrobní zdrojům (práci, půdě, kapitálu) až k získání pouze know-how společnosti. Další z motivů může být získání peněžních prostředků skrze skoupení firmy a následnou likvidaci podniku, s cílem realizovat zisk na rozdílu mezi kupní a likvidační cenou. Od této skutečnosti se odvíjí také ocenění dané firmy, která je oceňována buď výnosovou metodou či likvidační hodnotou. Za zmíněných okolností je většinou transakce organizována jako jednorázový obchod, který není běžným předmětem podnikatelské činnosti ani jednoho ze zúčastněných subjektů. Proto je zřízena speciální společnost, označována jako SPV, která slouží pouze pro provedení fúze či akvizice.²⁶

²⁴ HLAVÁČ, Jiří. *Fúze a akvizice-proces nákupu a prodeje firem*. 2.vyd. Praha: Oeconomia, 2016. 134 s. ISBN 978-80-245-2159-6

²⁵ HLAVÁČ, Jiří. *Fúze a akvizice-proces nákupu a prodeje firem*. 2.vyd. Praha: Oeconomia, 2016. 134 s. ISBN 978-80-245-2159-6

²⁶ HLAVÁČ, Jiří. *Fúze a akvizice-proces nákupu a prodeje firem*. 2.vyd. Praha: Oeconomia, 2016. 134 s. ISBN 978-80-245-2159-6

- *Private Equity fond*

Druhá situace je představována, taktéž dvěma subjekty, kde jedna firma provádí akvizici či fúzi druhé, ale od výše zmíněné situace se liší tím, že společnost, jež má zájem provést akvizici cílové firmy má v předmětu činnosti podnikání akvizice firem. V tomto případě hovoříme o společnostech typu Private Equity, které shromažďují peněžní prostředky převážně od institucionálních klientů, s cílem zhodnotit tyto peněžní prostředky na trhu firem. V rámci Private Equity fondů, v doslovném překladu „fondů soukromého kapitálu“, jak jsou tyto typy společností označovány, společnost disponuje skupinou analytiků, kteří soustavně analyzují trh firem a hledají vhodnou příležitost pro zhodnocení spravovaných peněžních prostředků. Záměr Private Equity fondů je především v důkladném zanalyzování (prošetření) společnosti (Due dilligence) a vyhodnocení potencionálu budoucího růstu společnosti. Následný postup je poté představován vložením kapitálu do cílové společnosti, a díky němu umožnit cílové společnosti rozvinout svůj potenciál. Manageři Private Equity fondů za poskytnutí kapitálu požadují pouze podíl na zisku, který společnost v budoucnu vytvoří. Až bude společnost plně rozvinutá Private Equity fond má možnost ze společnosti kapitálově vystoupit, čímž budou zhodnocené peněžní prostředky klientů zhodnoceny a následně navráceny.²⁷

Formy provedení

Změna vlastnictví neboli prodej společnosti je možno provést dvěma způsoby. Prvním je převod hmotného a nehmotného majetku společnosti (asset deal) za úplaty a druhým převod akciových podílů společnosti (share deal) taktéž uhrazením požadované tržní ceny objemu akcií. V práci dále bude užívána především forma share deal. Nyní si obě metody detailně popíšeme a popis podpoříme taktéž graficky.²⁸

a) Asset deal

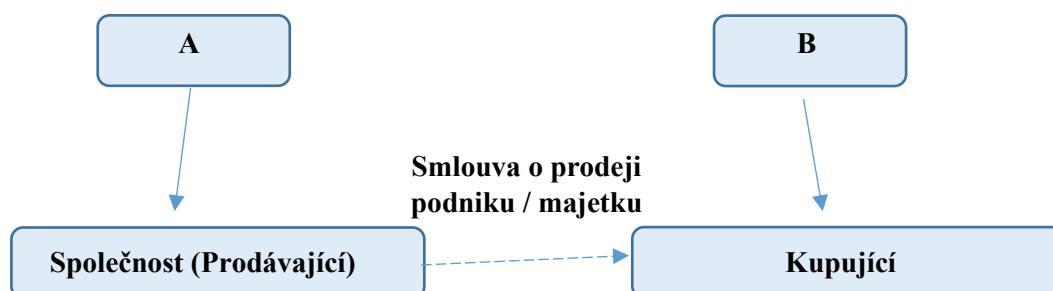
Je představován buď převodem konkrétního majetku podniku či celého podniku. V případě převodu majetku přechází majetek na nového nabyvatele. Důležité je zde, že zaměstnanci mohou při změně vlastníka vyvinout protitlak skrze odbory a mohou vyhlásit stávkou. Majetek v podniku v případě transakce získává nového nabyvatele, ale dalšímu provozu

²⁷ HLAVÁČ, Jiří. *Fúze a akvizice-proces nákupu a prodeje firem*. 2.vyd. Praha: Oeconomia, 2016. 134 s. ISBN 978-80-245-2159-6

²⁸ HLAVÁČ, Jiří. *Fúze a akvizice-proces nákupu a prodeje firem*. 2.vyd. Praha: Oeconomia, 2016. 134 s. ISBN 978-80-245-2159-6

podniku brání nesouhlas ze strany zaměstnanců. Zde může nastat rozpor, jelikož majetek sám o sobě má pouze likvidační hodnotu a podnik negeneruje žádný zisk. Při převodu majetku musí být rovněž zohledněno hledisko souhlasu věřitelů v případě, že se jedná o majetek zatížený zástavním právem (např. banky). Pro lepší přehlednost situace uvádíme níže Graf 2.1²⁹

Graf 2.1 Asset deal



Zdroj: Hlaváč (2016)³⁰

V případě asset deal je, jak bylo zmíněno výše převeden majetek podniku na nového nabyvatele. Forma provedení asset deal je výhodná za předpokladu, že kupující strana má v úmyslu provést likvidaci podniku. Za daných podmínek je před koupí podniku proveden odhad majetkové (substanční) hodnoty podniku, likvidační hodnoty a stanovena lhůta po kterou je podnik rentabilní provozovat a kdy provést prodej majetku podniku. Výhodou asset dealu je především možnost uplatnění daňových aspektů transakce. Viz tabulka Tab 2.1 *Daňové aspekty realizace asset deal a share deal*.³¹

²⁹ HLAVÁČ, Jiří. *Fúze a akvizice-proces nákupu a prodeje firem*. 2.vyd. Praha: Oeconomia, 2016. 134 s. ISBN 978-80-245-2159-6

³⁰ HLAVÁČ, Jiří. *Fúze a akvizice-proces nákupu a prodeje firem*. 2.vyd. Praha: Oeconomia, 2016. 134 s. ISBN 978-80-245-2159-6

³¹ HLAVÁČ, Jiří. *Fúze a akvizice-proces nákupu a prodeje firem*. 2.vyd. Praha: Oeconomia, 2016. 134 s. ISBN 978-80-245-2159-6

Tab 2.1 Daňové aspekty realizace asset deal a share deal

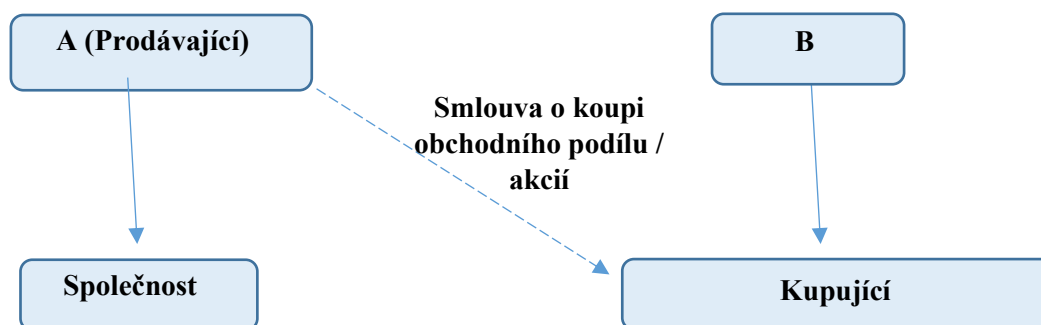
	<u>Převod vybraných aktiv</u>	<u>Převod podniku / části podniku</u>	<u>Share deal</u>
Daňově uznatelné úroky z dluhového financování	ANO	ANO	NE
Daňové přecenění majetku dle kupní ceny	ANO	ANO	NE
Daňové odpisy goodwillu/ oceňovacího rozdílu	nevzniká	ANO	NE
Zdanění případného zisku z prodeje	ANO	ANO	NE
Uznatelnost případné ztráty z prodeje	Liší se dle aktiva	ANO	ANO
Povinnost odvodu DPH	ANO	NE	NE
Přechod daňových rizik z minulosti	NE	NE	ANO
Případná daň z nabytí nemovitých věcí	ANO	ANO	NE

Zdroj: Hlaváč (2016)³²

b) Share deal

Fúze či akvizice je provedena skrze prodej akcií podniku. Výhodou je že tržní hodnota podniku může být na trhu výrazně podceněna oproti majetkové hodnotě podniku. Nevýhodou share dealu je poměrně nízká provázanost s uplatňováním daňových aspektů transakce. Pro lepší přehlednost situaci uvádíme taktéž graficky. Celá situace je popsána graficky níže viz Graf 2.2³³

Graf 2.2 Share deal



Zdroj: Hlaváč (2016)³⁴

³² HLAVÁČ, Jiří. *Fúze a akvizice-proces nákupu a prodeje firem*. 2.vyd. Praha: Oeconomia, 2016. 134 s. ISBN 978-80-245-2159-6

³³ HLAVÁČ, Jiří. *Fúze a akvizice-proces nákupu a prodeje firem*. 2.vyd. Praha: Oeconomia, 2016. 134 s. ISBN 978-80-245-2159-6

³⁴ HLAVÁČ, Jiří. *Fúze a akvizice-proces nákupu a prodeje firem*. 2.vyd. Praha: Oeconomia, 2016. 134 s. ISBN 978-80-245-2159-6

Leverage buy-out (LBO) a Management buy-out (MBO)

Jedná se o dva specifické případy odkupu společnosti. Prvním zmíněným je tzv. Leveraged buy-out neboli zadlužený odkup společnosti. Při financování nákupu společnosti je výhodné využít dluh z několika důvodů. Prvním důvodem je skutečnost, že cizí kapitál je levnější než vlastní kapitál (z hlediska vázanosti kapitálu), a druhým důvodem je, že nákladové úroky dluhu jsou daňově uznatelný náklad, takže celá situace vede ke snížení daňového základu.³⁵

Management buy-out je popisován jako odkup společnosti stávajícím vedením společnosti. Rozhodnutí je považováno jako výhodné z několika hledisek. Odkup společnosti stávajícím vedením společnosti především ulehčuje krok analýzy kupované společnosti, tzv. Due dilligence. Vedení společnosti disponuje přesným přehledem o stavu společnosti (řízení společnosti v minulosti, vnitřní organizace společnosti a závazky společnosti). Dalším z důvodů je rovněž stabilní důvěra věřitelů (např. bank), jelikož vedení společnosti je v pravidelném kontaktu s bankéři, se kterými budují dlouhodobé vztahy.³⁶

2.2.1 Charakteristika fúzí a akvizic

Fúze

Pojmem fúze (pocházející z německé terminologie „*fusion*“) je označován druh koncentrace organizací, kdy se minimálně dva subjekty (firmy) domluví na spojení, které proběhne formou splynutí či sloučením. Proces přeměny je organizován jako transformace dvou podniků do jednoho podniku. Fúzi je možno zrealizovat dvěma způsoby.³⁷

První způsob je založen na dohodě, že firma jednoho z účastníků dohody přejde pod druhou firmu a následně budou podniky provozovat podnikatelskou činnost pod jedním obchodním jménem. (fúze sloučením „*mergers*“)

³⁵ HLAVÁČ, Jiří. *Fúze a akvizice-proces nákupu a prodeje firem*. 2.vyd. Praha: Oeconomia, 2016. 134 s. ISBN 978-80-245-2159-6

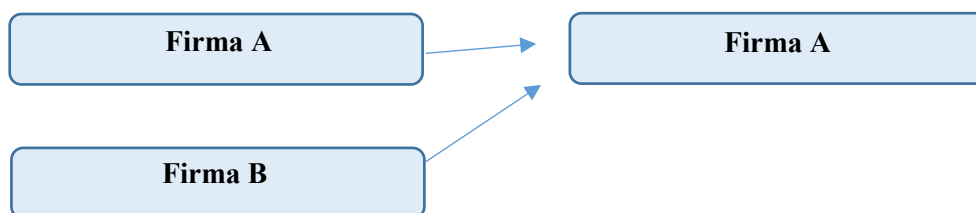
³⁶ HLAVÁČ, Jiří. *Fúze a akvizice-proces nákupu a prodeje firem*. 2.vyd. Praha: Oeconomia, 2016. 134 s. ISBN 978-80-245-2159-6

³⁷ MAREK, Petr. *Studijní průvodce financemi podniku*. 2.vyd. Praha: Ekopress, 2009. 627 s. ISBN 978-80-86929-49-1

Druhý případ je ilustrován situací, kdy se firmy nedomluví na tom, jaký subjekt zůstane a který zanikne. V této situaci zaniknou oba subjekty a vytvoří se nová firma, do které oba dva subjekty vstoupí současně. (fúze splnutím „consolidation“)

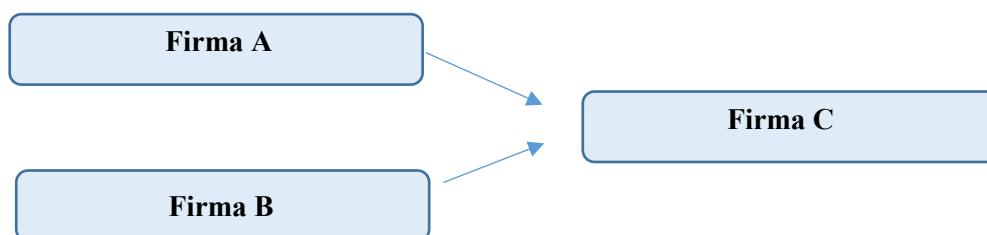
Pro lepší přehlednost uvádíme oba příklady provedení fúze na Obr. 2.6 a Obr. 2.7³⁸

Obr. 2.6 Fúze bez vytvoření nové nástupnické firmy (fúze sloučením „mergers“)



Zdroj: Vlastní zpracování, Marek (2009)³⁹

Obr 2.7 Fúze s vytvořením nové nástupnické firmy (fúze splnutím „consolidation“)



Zdroj: Vlastní zpracování, Marek (2009)⁴⁰

Akvizice

Akvizicí (v anglické terminologii označovanou jako *acquisitions*) rozumíme převzetí firmy, a to skrze nákup či prodej vlastnických podílů (ve většině případů představovanými akciemi společnosti). Akvizice firmy může probíhat buď formou přátelského či nepřátelského převzetí.⁴¹

³⁸ MAREK, Petr. *Studijní průvodce financemi podniku*. 2.vyd. Praha: Ekopress, 2009. 627 s. ISBN 978-80-86929-49-1

³⁹ MAREK, Petr. *Studijní průvodce financemi podniku*. 2.vyd. Praha: Ekopress, 2009. 627 s. ISBN 978-80-86929-49-1

⁴⁰ MAREK, Petr. *Studijní průvodce financemi podniku*. 2.vyd. Praha: Ekopress, 2009. 627 s. ISBN 978-80-86929-49-1

⁴¹ SMRČKA, Luboš. *Ovládnutí a převzetí firem*. 1.vyd. Praha: C. H. Beck, 2013. 159 s. ISBN 978-80-7400-442-1

Přátelské převzetí je většinou postaveno na dohodě obou stran a prodej či nákup společnosti je přínosný pro obě strany. Firma, jež provádí akvizici cílové společnosti poskytne druhé straně vypořádání za poskytnutí podílu na vlastnictví firmy. V tomto případě je možno mluvit o přátelském převzetí. Příklady přátelského převzetí budou uvedeny v kapitole navazující, z důvodu následného dílčího dělení akvizic.⁴²

Nepřátelské převzetí je ve většině případů představováno corporate raidery, kteří mají v zájmu realizovat zisk, bez ohledu na přínos druhé (cílové) firmy. Jejich postup je ve většině případů postaven na získání majoritního podílu na cílové firmě, čímž se stanou v podstatě také majoritními vlastníky. Následně se corporate raideři snaží realizovat zisk na rozdílu mezi tržní hodnotou akcií a účetní hodnotou společnosti, někdy také označovanou jako likvidační hodnotou. Corporate raideři se zaměřují na firmy s nízkou tržní hodnotou (nízkou cenou akcií) a velkým objemem hmotného majetku, jež lze skrze likvidaci zpeněžit. Největší období corporate raiderů bylo v devadesátých letech minulého století. V současnosti se firmy proti postupům corporate raiderů brání různými metodami, mezi něž patří například zlaté padáky nebo poisson pills. Viz výčet metod obrany proti nepřátelskému převzetí (corporate raiderům) níže.⁴³

Metody obrany firem proti nepřátelskému převzetí

Pro ilustraci uvádíme několik metod, jež byly v minulosti aplikovány a popsány.⁴⁴

a) Poisson pills (Otrávené pilulky)

Princip metody je spatřován v odprodeji akcií stávajícím akcionářům za zvýhodněnou cenu, aby tak společnost zamezila corporate raiderům získat významnější objem akcií společnosti.

b) Staggered Boards (Rozložení funkčních období členů správní rady)

Forma ochrany proti nepřátelskému převzetí postavena na rozdílných funkčních obdobích členů výkonného orgánu (správní rady). Při převzetí je obtížné obměnit všechny členy naráz, jelikož každému členovi běží různé funkční období, na které je dosazen. Většinou jsou druhy funkčních období označovány jako třídy (Class A, Class B, atd.).

⁴² MAREK, Petr. *Studijní průvodce financemi podniku*. 2.vyd. Praha: Ekopress, 2009. 627 s. ISBN 978-80-86929-49-1

⁴³ BERK, Jonathan and Peter DEMARZO, *Corporate finance*. London: Pearson, 2017. ISBN 978-0-13-408327-8

⁴⁴ BERK, Jonathan and Peter DEMARZO, *Corporate finance*. London: Pearson, 2017. ISBN 978-0-13-408327-8

c) *White knight (Bílý rytíř)*

Metoda je vyvozena z převzetí cílové společnosti jinou finančně silnou společností. Tímto postupem je znemožněno lehké převzetí cílové společnosti původní straně.¹⁸

d) *Golden parachutes (Zlaté padáky)*

Obranná metoda spočívající ve stanovení abnormálních objemů odstupných částek, v případě propuštění managementu společnosti.

e) *Recapitalization (Rekapitalizace)*

Metoda rekapitalizace je založena na změně formy kapitálu. Například firma vykazuje dlouhodobě přebytek likvidity, ale v případě hrozby nepřátelského převzetí najednou vyhlásí výplatu mimořádných dividend, čímž sníží držený objem peněžních prostředků na svých účtech vedených u bank a hotovosti v pokladně.

Výše zmíněné metody jsou považovány za částečný výčet současných metod. Corporate raideři o odhalených metodách ví a jsou si vědomi, že společnosti proti nim zavádějí ochranná opatření. Pokud chce být corporate raider úspěšný v provedení své akvizice musí většinou vymyslet novou metodu, kterou trh zatím nerozeznal a nezavedl proti ní opatření.⁴⁵

2.2.2 Typy fúzí a akvizic

a) *Horizontální fúze a akvizice*

Je představována spojením či převzetím společností ze stejného odvětví. V daném případě se jedná ve většině případů o skoupení konkurenta na trhu. Cíl tohoto typu operace je získání větší části trhu v rámci daného odvětví.⁴⁶

Tab. 2.2 Příklad horizontální fúze

Průmyslové odvětví	Kupující společnost	Prodávaná společnost
Farmaceutický	Pfizer	Wyeth

Zdroj: Vlastní zpracování, Brealey (2014)⁴⁷

⁴⁵ BERK, Jonathan and Peter DEMARZO, *Corporate finance*. London: Pearson, 2017. ISBN 978-0-13-408327-8

⁴⁶ SMRČKA, Luboš. *Ovládnutí a převzetí firem*. 1.vyd. Praha: C. H. Beck, 2013. 159 s. ISBN 978-80-7400-442-1

⁴⁷ BREALEY, R., S. C. MYERS and F. ALLEN, *Teorie a praxe firemních financí*. Brno: BizBooks, 2014. ISBN 978-80-265-0028-5.

b) Vertikální fúze a akvizice

Je možno chápat jako spojení či převzetí odběratele dodavatelem či naopak. Podstata operace je spatřována v posílení rozsahu působení podniku. Příkladem může být spojení či převzetí firmy, již výrobní firma dodávala v minulosti zboží. Záměr transakce je, že díky spojení či převzetí odběratele (obchodní firmy) výrobce získá novou síť odběratelů.⁴⁸

Tab. 2.3 Příklad vertikální fúze

Průmyslové odvětví	Kupující společnost	Prodávaná společnost
Výrobce navigací, Digitální mapové data	TomTom	TeleAtlas

Zdroj: Vlastní zpracování, Brealey (2014)⁴⁹

c) Kongenerická fúze a akvizice

Je postavena na teorii horizontální fúze či akvizice, což znamená, že se jedná o spojení či převzetí společnosti ze stejného odvětví. Rozdíl je spatřován pouze v diferenciaci produktů fúzovaných či akvírovaných společností.²¹

Tab. 2.4 Příklad kongenerické fúze

Průmyslové odvětví	Kupující společnost	Prodávaná společnost
Automobilové, Motocyklistické	Volkswagen	Ducati

Zdroj: Vlastní zpracování, Volkswagen.com⁵⁰

d) Konglomerátní fúze a akvizice

Z hlediska hospodářské soutěže je tato fúze či akvizice nejpřívětivější. Konglomerátní fúze či akvizice je provázena propojením dvou firem z naprosto odlišných odvětví.⁵¹

⁴⁸ SMRČKA, Luboš. *Ovládnutí a převzetí firem*. 1.vyd. Praha: C. H. Beck, 2013. 159 s. ISBN 978-80-7400-442-1

⁴⁹ BREALEY, R., S. C. MYERS and F. ALLEN, *Teorie a praxe firemních financí*. Brno: BizBooks, 2014. ISBN 978-80-265-0028-5.

⁵⁰ Volkswagen.com.: *Volkswagen – Brands and Models* [online]. Volkswagen [28.10.2019]. Dostupné z: <https://www.volkswagenag.com/en/brands-and-models.html>

⁵¹ SMRČKA, Luboš. *Ovládnutí a převzetí firem*. 1.vyd. Praha: C. H. Beck, 2013. 159 s. ISBN 978-80-7400-442-1

Tab. 2.5 Příklad konglomerátní fúze

Průmyslové odvětví	Kupující společnost	Prodávaná společnost
Rozhlas, Investiční společnost	Bain Capital, Thomas Lee	Clear Channel Communications

Zdroj: Vlastní zpracování, Brealey (2014)⁵²

2.2.3 Motivy fúzí a akvizic

Fúze a akvizice jako strategie

Při akvizici firem jsou posuzována dvě hlediska. Prvním hlediskem je růst hodnoty společnosti bez provedené akvizice (vlastní investiční činnost) a druhým s provedenou akvizicí. Musíme brát v potaz taktéž skutečnost, že v proveditelnosti a aktivaci všech výrobních faktorů, jak ve vlastní investiční činnosti, tak v cílové společnosti mohou být za potřeby některé administrativní úkony, související s časovým prodloužením, čímž nebude dosažen požadovaný zisk okamžitě. Proto musí být v tomto bodě bráno v potaz, že akvizice firmy je plánována s určitým záměrem. Buď jako dlouhodobý strategický cíl (rozšíření výroby, obchodní činnosti) nebo pouze jako krátkodobý strategický cíl (spekulativní operaci), kdy plánujeme společnost koupit za tržní hodnotu a s následným odprodejem za účetní hodnotu zrealizovat zisk. Každý cíl má svůj vymezený časový horizont, který se liší případ od případu, svou roli zde sehrává místo, a především rozsah transakce.⁵³

Tvorba hodnoty díky synergiím

Jedním z motivů fúzí a akvizic je rovněž tvorba hodnoty skrze synergický efekt. Předpokládáme tedy, že díky synergickému efektu budou vyvolány pozitivní účinky. Mezi základními přínosy po synergii společností můžeme zařadit úsporu nákladů, vyšší podíl na trhu, snížení daňového základu, a především zvýšení efektivnosti společnosti. Abychom mohli hovořit o úspěšné synergii je nutno brát také v potaz lidský faktor, jež je základním kamenem úspěšné společnosti a pohonem veškerých inovací.⁵⁴

Koupě podhodnocených firem

⁵² BREALEY, R., S. C. MYERS and F. ALLEN, *Teorie a praxe firemních financí*. Brno: BizBooks, 2014. ISBN 978-80-265-0028-5.

⁵³ HLAVÁČ, Jiří. *Fúze a akvizice-proces nákupu a prodeje firem*. 2.vyd. Praha: Oeconomia, 2016. 134 s. ISBN 978-80-245-2159-6

⁵⁴ HLAVÁČ, Jiří. *Fúze a akvizice-proces nákupu a prodeje firem*. 2.vyd. Praha: Oeconomia, 2016. 134 s. ISBN 978-80-245-2159-6

Pro koupi podhodnocených firem je vyžadována, jak důkladná analýza firem, tak především odhad akvizičních nákladů. Akviziční náklady jsou vyčíslovány velmi individuálně a před každou operací je nutno zvážit konečnou výši akvizičních nákladů. Při první akvizici se můžeme inspirovat předchozími obdobně rozsáhlými obchody, ale je třeba mít na paměti, že určitou částí rezervních prostředků bychom měli vždy disponovat.⁵⁵

Diversifikace jako nástroj snižování rizika

V neposlední řadě nesmíme opomenout jeden z významných motivů, jež je považován za klíčový bod v rozhodování mnoha společností o přistoupení či nepřistoupení k fúzím a akvizicím, a to faktor diversifikace. Diversifikace, často uváděna jako jeden z hlavních nástrojů zajištění se proti tržnímu riziku. Samotná diversifikace je definována jako rozšíření se na trhy v jiných odvětvích, což vede ke snížení rizika, v případě působení pouze na jednom trhu. Vytvořením konglomerátu nejen rozšíříme tržní podíl, ale především zajistíme nižší volatilitu neboli výkyvy tržeb, která se bude odvíjet od poptávky minimálně na dvou trzích. Trend diversifikace je poměrně rozšířen a běžně používaný nástroj, který je aplikován na eliminaci tržního rizika. Soustavně, ale trend diversifikace způsobuje útlum specializace firem. Diversifikace napomáhá ve snižování rizika, ale ve svém jádře zamezuje úzké specializaci a odbornosti, což je třeba mít na paměti při užívání tohoto typu nástroje.⁵⁶

⁵⁵ HLAVÁČ, Jiří. *Fúze a akvizice-proces nákupu a prodeje firem*. 2.vyd. Praha: Oeconomia, 2016. 134 s. ISBN 978-80-245-2159-6

⁵⁶ HLAVÁČ, Jiří. *Fúze a akvizice-proces nákupu a prodeje firem*. 2.vyd. Praha: Oeconomia, 2016. 134 s. ISBN 978-80-245-2159-6

2.3 Antimonopolní regulace

Pomocí antimonopolní regulace je státem regulována hospodářská soutěž. Smysl antimonopolní regulace je spatřován především v zamezení zneužívání dominantní pozice, která by mohla ohrozit přirozenou konkurenci na trhu.⁵⁷

Antimonopolní úřad

V České republice jsou podmínky hospodářské soutěže upraveny legislativně. Jedná se především o snahu o zamezení narušení hospodářské soutěže. Obecně jsou zakázány jakékoliv dohody mezi konkurenty v daném odvětví neboli relevantním trhu. V ojedinělých případech je možno povolit výjimku, a to za určitých podmínek.⁵⁸

První výjimka je vztažena na horizontální fúze a akvizice, kdy by po provedení operace vytvořený holding nezažímal více než 10 % relevantního trhu. Druhá výjimka je zaměřena na vertikální fúze a akvizice, kdy by spojení či převzetí firem po dokončení operace vytvořilo více než 15 % relevantního trhu. Třetí výjimka je orientována na sdružení zemědělských organizací a společností zabývajících se odbytem nezpracovaných zemědělských surovin.⁵⁹

Zvláštní výjimky mohou být dále uděleny po projednání s Úřadem pro ochranu hospodářské soutěže, který jednotlivé případy posuzuje vždy individuálně vzhledem k daným okolnostem.⁶⁰

⁵⁷ HLAVÁČ, Jiří. *Fúze a akvizice-proces nákupu a prodeje firem*. 2.vyd. Praha: Oeconomia, 2016. 134 s. ISBN 978-80-245-2159-6

⁵⁸ HLAVÁČ, Jiří. *Fúze a akvizice-proces nákupu a prodeje firem*. 2.vyd. Praha: Oeconomia, 2016. 134 s. ISBN 978-80-245-2159-6

⁵⁹ HLAVÁČ, Jiří. *Fúze a akvizice-proces nákupu a prodeje firem*. 2.vyd. Praha: Oeconomia, 2016. 134 s. ISBN 978-80-245-2159-6

⁶⁰ HLAVÁČ, Jiří. *Fúze a akvizice-proces nákupu a prodeje firem*. 2.vyd. Praha: Oeconomia, 2016. 134 s. ISBN 978-80-245-2159-6

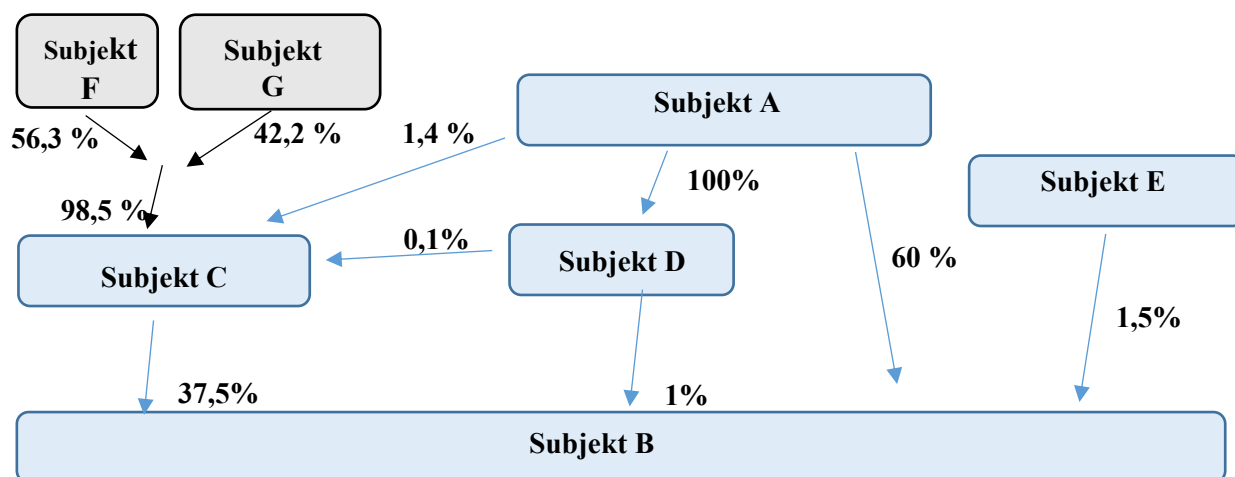
3 Vlastnická struktura a její optimalizace

V následující kapitole budou nadefinována výchozí data práce, jež jsou představována vlastnickou strukturou vybrané holdingové společnosti. V kapitole postupně nadefinujeme vlastnickou strukturu vybrané holdingové společnosti a následně charakterizujeme jednotlivé subjekty tvořící vlastnickou strukturu. Po nadefinování výchozích dat bude nadefinován finanční model pro optimalizaci vlastnické struktury vybrané holdingové společnosti.

3.1 Charakteristika subjektů vybrané vlastnické struktury

Výchozí situace vlastnické struktury vybrané holdingové společnosti je zachycena v grafu 3.1. Pro nastínění vlastnické struktury budou v kapitole definovány jednotlivé subjekty tvořící vlastnickou strukturu. Pojišťovací konglomerát je představován subjektem A, který zároveň znázorňuje v našem schématu mateřskou společnost holdingové struktury. Cílová společnost je v holdingové struktuře představována investiční společností, která bude v práci dále nazývána pouze subjektem B. Pod pojmem subjekt C bude v práci zachycen holding, který je vlastněn především veřejností (subjekt F), vedením a zaměstnanci (subjekt G) investiční společnosti. Subjektem D jsou zachyceni hlavní partneři, pod kterými si lze představit členy vedení pojišťovacího konglomerátu. Posledním subjektem E jsou zachyceni nepřidružení vlastníci, kdy se jedná o osoby, které drží podíly v cílové společnosti především z důvodu diverzifikace svého rizika.

Graf 3.1 Schéma vlastnické struktury vybrané holdingové společnosti



Zdroj: U.S. Securities and Exchange Commission⁶¹

⁶¹ Sec.gov: U.S. Securities and Exchange Commission – Merger proposal [online]. SEC [9.11.2019]. Dostupné z: <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1109448/000104746913010680/a2217443z424b3.htm>

3.1.1 Charakteristika subjektu A (*Axa Equitable Holdings*)

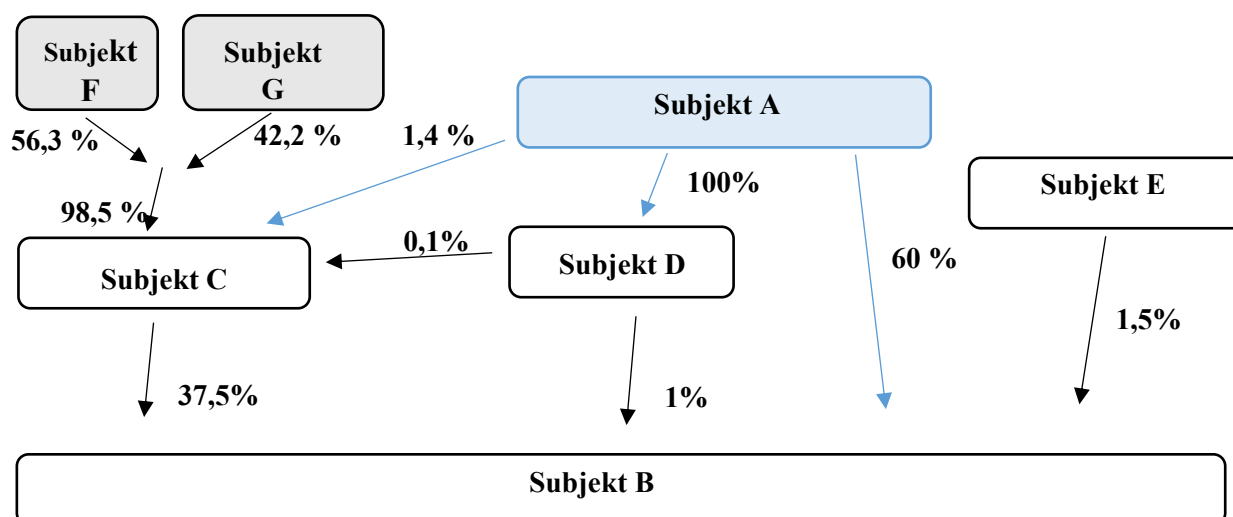
Předmět činnosti

Jedna z předních pojišťovacích institucí (pojišťovacího konglomerátu) na území Spojených států amerických vlastněna francouzským pojišťovacím konglomerátem. Pojišťovací společnost byla na americký trh přivedena skrze akvizici, jedné z významných amerických pojišťovacích institucí. Působnost společnosti je dnes na americkém území rozšířena kromě oblasti pojistného trhu, taktéž na správu nemovitostí a majetku.⁶²

Vazby

Přímé vlastnictví pojišťovací společnosti je představováno z 60 % na investiční společnosti (Subjekt B), ze 100 % na hlavních partnerech (Subjekt D) a z 1,4 % na holdingu (Subjekt C). Celkový stav z pohledu subjektu A je zachycen v Grafu 3.2.

Graf 3.2 Schéma vlastnické struktury z pohledu Subjektu A



Zdroj: U.S. Securities and Exchange Commission⁶³

⁶² Bloomberg.com.: *Bloomberg – AXA Equitable Holdings Inc.* [online]. Bloomberg [4.11.2019]. Dostupné z: <https://www.bloomberg.com/profile/company/EQH:US>

⁶³ Sec.gov: *U.S. Securities and Exchange Commission – Merger proposal* [online]. SEC [9.11.2019]. Dostupné z: <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1109448/000104746913010680/a2217443z424b3.htm>

3.1.2 Charakteristika subjektu B (*Alliance Bernstein*)

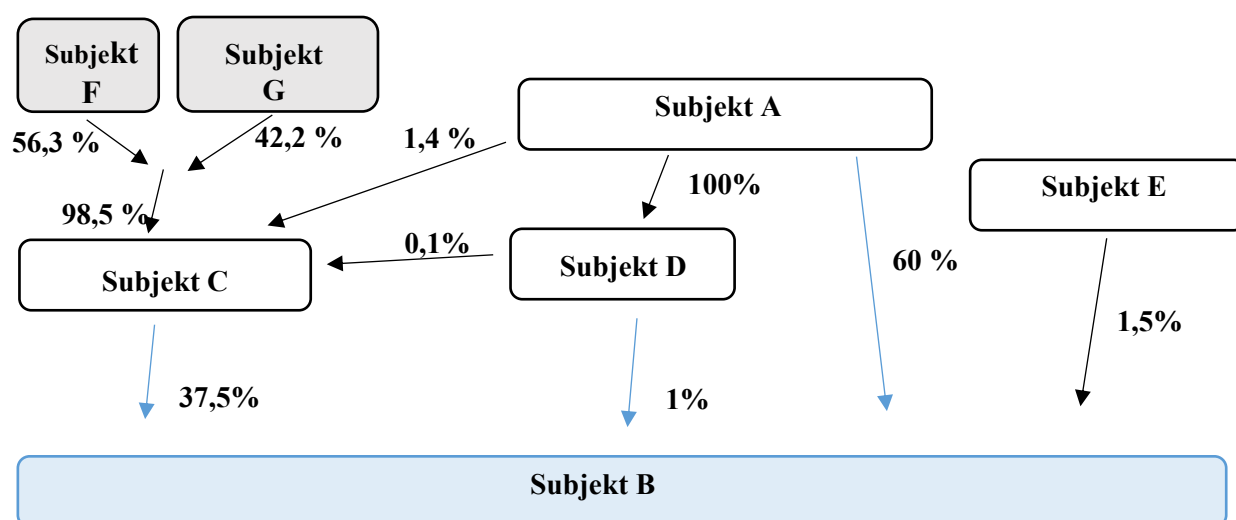
Předmět činnosti

Investiční společnost zaměřující se na správu majetku movitých klientů. Společnost je orientována především na americkou klientelu. Investiční společnost kromě správy majetku movitých klientů je zaměřena rovněž na poradenství v oblasti důchodového zabezpečení a tvorby důchodových plánů.⁶⁴

Vazby

Cílová investiční společnost je držena pojišťovací institucí (Subjekt A) přímým vlastnictvím z 60 %. Přímé vlastnictví je představováno taktéž skrze holding (Subjekt C), jež je vlastněn z 1,4 % pojišťovací institucí a hlavními partnery (Subjekt D), jež jsou přímo vlastněny ze 100 % pojišťovací společností. Investiční společnost je poté přímo vlastněna holdingem ze 37,5 % a hlavními partnery z 1 %. Zbývající 1,5 % je přímo vlastněno nepřídruženými vlastníky (Subjekt E). Situace je naznačena pro lepší přehlednost v Grafu 3.3.

Graf 3.3 Schéma vlastnické struktury z pohledu subjektu B



Zdroj: U.S. Securities and Exchange Commission⁶⁵

⁶⁴ Bloomberg.com.: *Bloomberg – Alliance Bernstein Holdings LP* [online]. Bloomberg [4.11.2019]. Dostupné z: <https://www.bloomberg.com/quote/AB:US>

⁶⁵ Sec.gov: *U.S. Securities and Exchange Commission – Merger proposal* [online]. SEC [9.11.2019]. Dostupné z: <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1109448/000104746913010680/a2217443z424b3.htm>

3.1.3 Charakteristika subjektu C (*Holding*)

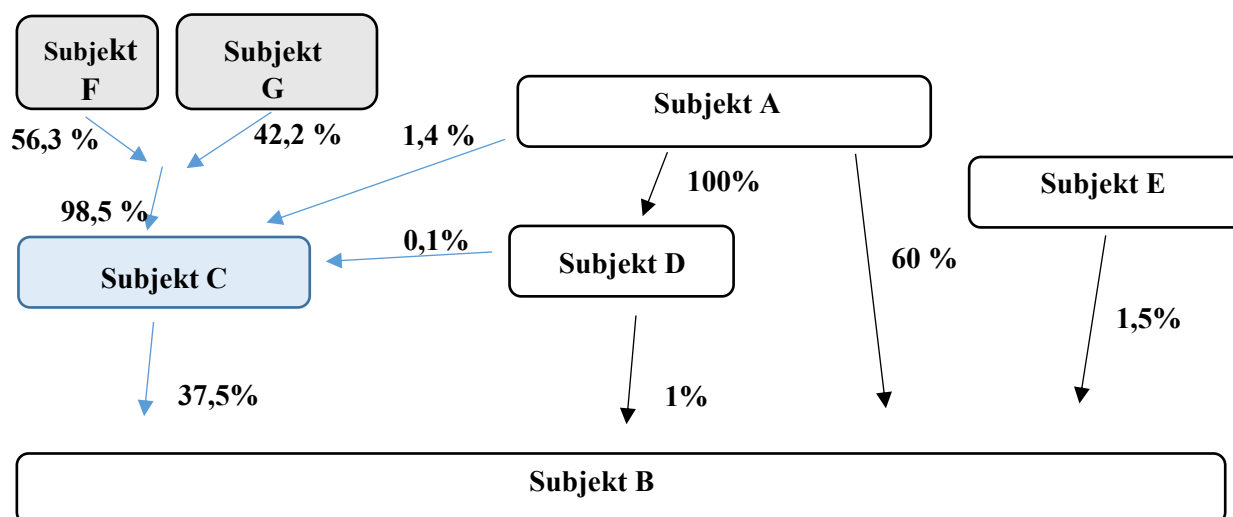
Předmět činnosti

Holding byl založen vlastníky investiční společnosti, především z finančních a daňových důvodů. Holding je určen rovněž pro emitaci akcií. Veřejnost má tedy možnost vlastnit akcie pouze holdingu, jež přímo vlastní investiční společnost.⁶⁶

Vazby

Holding je přímo vlastněn z 56,3 % veřejností (Subjekt F) a z 42,2 % vedením a zaměstnanci investiční společnosti (Subjekt G). Minoritní přímé podíly jsou drženy rovněž pojišťovací institucí (1,4 %) a hlavními partnery (0,1 %). Přímý podíl je poté vlastněn holdingem na investiční společnosti (37,5 %).

Graf 3.4 Schéma vlastnické struktury z pohledu Subjektu C



Zdroj: U.S. Securities and Exchange Commission ⁶⁷

⁶⁶ Sec.gov: U.S. Securities and Exchange Commission – Merger proposal [online]. SEC [9.11.2019]. Dostupné z: <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1109448/000104746913010680/a2217443z424b3.htm>

⁶⁷ Sec.gov: U.S. Securities and Exchange Commission – Merger proposal [online]. SEC [9.11.2019]. Dostupné z: <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1109448/000104746913010680/a2217443z424b3.htm>

3.1.4 Charakteristika subjektu D (*General partner*)

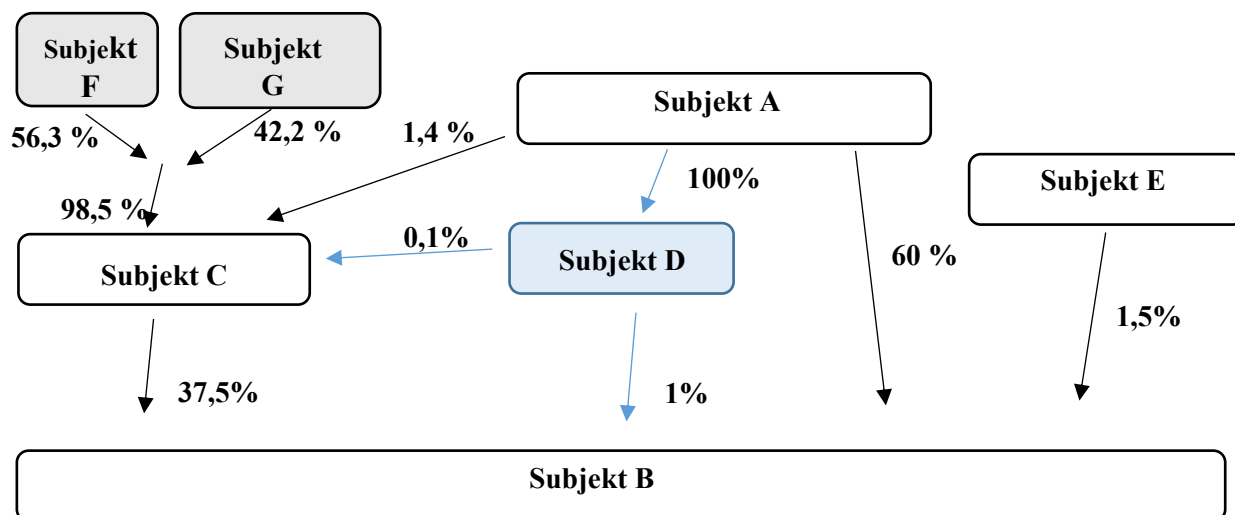
Předmět činnosti

Hlavní partneři jsou představováni subjekty, jež disponují přímým vlastnickým podílem, jak na holdingu, tak na investiční společnosti. Velikost jejich podílu je stanovena v rámci přístupu na podíl na rozhodování. Jedná se spíše o strategickou pozici osob.⁶⁸

Vazby

Hlavní partneři jsou přímo vlastněni pojišťovací společností (100 %). Jejich podíl na přímém vlastnictví holdingu je 0,1 % a na cílové investiční společnosti 1 %.

Graf 3.5 Schéma vlastnické struktury z pohledu Subjektu D



Zdroj: U.S. Securities and Exchange Commission ⁶⁹

⁶⁸ Sec.gov: U.S. Securities and Exchange Commission – Merger proposal [online]. SEC [9.11.2019]. Dostupné z: <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1109448/000104746913010680/a2217443z424b3.htm>

⁶⁹ Sec.gov: U.S. Securities and Exchange Commission – Merger proposal [online]. SEC [9.11.2019]. Dostupné z: <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1109448/000104746913010680/a2217443z424b3.htm>

3.1.5 Charakteristika subjektu E (*Unaffiliated holders*)

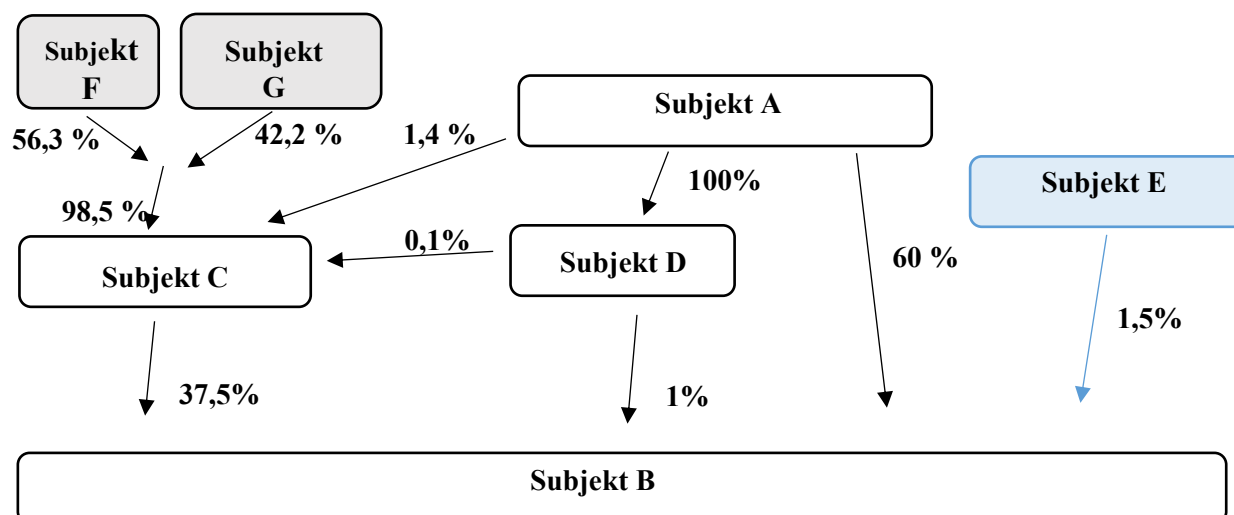
Předmět činnosti

Nepřidružení vlastníci jsou představováni subjekty, jež nejsou přímo provázané s činnostmi ostatních subjektů ve vlastnické struktuře. Jejich postavení ve vlastnické struktuře je pouze z důvodu diverzifikace rizika.⁷⁰

Vazby

Nepřidružení vlastníci drží pouze přímý podíl na cílové investiční společnosti (Subjektu B). Podíl přímého vlastnictví drženého nepřidruženými vlastníky na cílové investiční společnosti je 1,5 %.

Graf 3.6 Schéma vlastnické struktury z pohledu Subjektu E



Zdroj: U.S. Securities and Exchange Commission⁷¹

⁷⁰ Lawinsider.com: *Unaffiliated holders* [online]. li [9.11.2019]. Dostupné z: <https://www.lawinsider.com/dictionary/company-unaffiliated-shareholders>

⁷¹ Sec.gov: U.S. Securities and Exchange Commission – Merger proposal [online]. SEC [9.11.2019]. Dostupné z: <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1109448/000104746913010680/a2217443z424b3.htm>

3.2 Optimalizace vlastnické struktury společnosti

3.2.1 Zadání úlohy

Formulace vlastnických podílů

Pojišťovacím konglomerátem (Subjektem A) jsou ovládány určité velikosti přímého vlastnictví na subjektech B, C, D a E. V práci bude velikost přímého vlastnictví znázorňována vektorem $qA0$. Pro lepší přehlednost uvádíme velikosti podílů přímého vlastnictví subjektu A v jednotlivých společnostech v Tab. 3.1.

Tab. 3.1 Velikosti podílů přímého vlastnictví subjektu A v ostatních společnostech

$qA0$	
Subjekt B	0,600
Subjekt C	0,014
Subjekt D	1,000
Subjekt E	0,000

Zdroj: Vlastní zpracování, sec.gov⁷²

Mezi subjekty B, C a D jsou známy rovněž přímé vlastnické podíly, v práci zachyceny v matici QA , kde symbolem q_{ij} budou symbolizovány velikosti podílů, jaké vlastní společnost j ve společnosti i . Pro lepší orientaci uvádíme data v Tab. 3.2.

Tab. 3.2 QA - Matice přímého vlastnictví

	B	C	D	E
B	0,000	0,000	0,000	0,000
C	0,375	0,000	0,000	0,000
D	0,010	0,001	0,000	0,000
E	0,015	0,000	0,000	0,000

Zdroj: Vlastní zpracování, sec.gov⁷³

⁷² Sec.gov: U.S. Securities and Exchange Commission – Merger proposal [online]. SEC [9.11.2019]. Dostupné z: <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1109448/000104746913010680/a2217443z424b3.htm>

⁷³ Sec.gov: U.S. Securities and Exchange Commission – Merger proposal [online]. SEC [9.11.2019]. Dostupné z: <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1109448/000104746913010680/a2217443z424b3.htm>

Formulace scénářů akvizičních cen

S ohledem na flexibilitu řešení a reálnou situaci na trhu firem budou v práci zobrazeny tři modelové scénáře akvizičních cen jednotlivých společností.

Jednou z forem, jak mohou být stanoveny akviziční ceny je tzv. externí forma, čímž máme konkrétně na mysli externí znalce, či odhadce. Odhadci většinou provádějí svůj odhad na základě funkce ocenění podniku a také druhu podniku. Například u podniku zabývajícím se především trhem s nemovitostmi, bude kladena větší váha na majetkovou hodnotu firmy. Při oceňování obchodních podniků bude většinou ocenění založeno na schopnosti generovat v budoucnu tzv. volné peněžní toky. Obecně by se u podniků mělo provádět ocenění na základě obvyklých cen, v praxi je, ale proces obvykle obtížnější, jelikož s oceněním souvisí mnoho faktorů, které je nutno zvažovat u každé společnosti individuálně. Vyjádření akvizičních cen znalcem, či odhadcem je využíváno jako orientační hranice ceny, od které se odvíjí další jednání o cenách, které jsou dále vedeny formou různých kompromisů.⁷⁴

V naší práci budeme uvažovat se třemi scénáři akvizičních cen, které budou považovány za výsledek jednání se stranami (subjekty), kde ceny v jednotlivých scénářích budou určeny jako výsledek jednání se stranami, kdy výsledná výše akviziční ceny je dosažena na základě kompromisu mezi zúčastněnými stranami. Akviziční ceny budou v práci znázorňovány vektorem c .

Tab. 3.3. Scénáře akvizičních cen

	Scénář 1 cena akvizice	Scénář 2 cena akvizice	Scénář 3 cena akvizice
	C_1	C_2	C_3
Subjekt B	5	3	6
Subjekt C	11	13	8
Subjekt D	3	6	1
Subjekt E	20	21	15

Zdroj: Vlastní zpracování

⁷⁴ SOLILOVÁ, Veronika a Danuše NERUDOVÁ. *Transferové ceny – Unikátní komplexní zpracování problematiky / Praktické pojetí formou případových studií*. Praha: Wolters Kluwer ČR, 2019. 316 s. ISBN 978-80-7598-169-1

Scénář 1 je představován situací, kdy se transakce uskuteční za podmínek a akvizičních cen, na kterých se všechny zúčastněné strany předem domluvili, a jež byly v předchozích jednáních odsouhlaseny. Scénář 1 je charakterizován jako výchozí.

V případě nenalezení kompromisu by zúčastněné strany vedli další jednání, jejichž výsledek by byl zachycen v následujících dvou scénářích.

Scénářem 2 je zachycena situace, při které by byla prodávající stranou vyjednána vyšší akviziční cena u subjektu C, D a E, za podmínky snížení akviziční ceny u subjektu B. V daném případě bychom využili vstupní data pro optimalizační úlohu ze Scénáře 2, definované vektorem C_2 .

V opačném situaci, tedy v případě, kdy by byla kupující stranou vyjednána nižší akviziční cena u subjektu C, D a E za podmínky zvýšení akviziční ceny u subjektu B by bylo počítáno s akvizičními cenami nadefinovanými vektorem C_3 ze Scénáře 3.

Formulace požadavku na minimální limit na komplexní vlastnictví

V práci bude za cílovou společnost považována investiční společnost (Subjekt B), v níž ostatní subjekty (A, C, D, E) drží přímé a nepřímé podíly zmíněné v práci výše. V optimalizační úloze je nutno nadefinovat požadované minimální limity na komplexní vlastnictví držené daným pojišťovacím konglomerátem v jednotlivých společnostech. Pro lepší přehlednost práce uvádíme požadavky na minimální limit komplexního vlastnictví v Tab. 3.4.⁷⁵

Tab. 3.4 Minimální limit na celkové vlastnictví subjektem A v jednotlivých společnostech

	Scénář 1 (Výchozí) w_A	Scénář 2 w_A	Scénář 3 w_A
Subjekt B	0,80	0,626	0,920
Subjekt C	0,30	0,042	0,350
Subjekt D	1,00	0,800	1,000
Subjekt E	0,10	0,050	0,300

Zdroj: Vlastní zpracování, Zmeškal (2013)⁷⁶

Záměr vlastnictví ve společnosti (Subjektu B), může být definován rozličně. Obecně je možno záměr vlastnictví rozdělit na dva typy.

⁷⁵ ZMEŠKAL, Zdeněk. *Finanční modely*. 3.vyd. Praha: Ekopress, 2013. 249 s. ISBN 978-80-86929-91-0

⁷⁶ ZMEŠKAL, Zdeněk. *Finanční modely*. 3.vyd. Praha: Ekopress, 2013. 249 s. ISBN 978-80-86929-91-0

První případ je označován jako tzv. přímá investice, kdy daný subjekt drží vlastnický podíl v cílové společnosti s podílem na rozhodovacích kompetencích, díky němuž se subjekt aktivně podílí na správě a vedení společnosti.⁷⁷

Druhou variantu nazýváme jako tzv. portfoliovou investici, kdy daný subjekt, drží vlastnický podíl v cílové společnosti, který je držen z důvodu realizace zisku (představovaného například formou výplaty dividendy), nebo z důvodu diverzifikace rizika svých investic.⁷⁸

V českém prostředí je dělení společností vlastněných mateřskou společností obecně rozděleno na tři druhy dle velikosti kapitálové účasti. Českou národní bankou je považována společnost vlastněná mateřskou společností ze 100 % jako pobočka, v případě vlastnictví společnosti menším než 100 %, ale vyšším než 50 % jako dceřiná společnost a v případě vlastnictví menším než 10 % jako přidružená společnost (Joint venture).⁷⁹ Jelikož předmětem práce je holdingová společnost, která působí na francouzském a americkém území budeme používat pro jednotlivé vlastněné společnosti pojmenování pouze Subjekt B, C, D, E, popřípadě dceřiná společnost pro lepší orientaci v práci. Názvosloví ČNB bude uvedeno pouze v následující podkapitole, kde je proveden popis a definování jednotlivých druhů společností podle velikosti vlastnických podílů mateřské společnosti.

Zadání úkolu

Pojišťovací institucí (Subjektem A) byl vydán požadavek na akviziční oddělení s cílem najít vhodnou formu přeměny přímých vlastnických vztahů. Úloha akvizičního oddělení je stanovena jako optimalizační, kde cílem je transformovat aktuální přímé vlastnické vztahy v daných společnostech tak, aby bylo dosaženo minimálního limitu vlastnictví v konkrétních společnostech dané vektorem $\vec{w}A$, při požadavku minimálních výdajů na restrukturalizaci.⁸⁰

⁷⁷ REŽŇÁKOVÁ, Mária. *Mezinárodní kapitálové trhy – zdroj financování*. Praha: GRADA publishing, 2007. 224 s. ISBN 978-80-247-1922-1

⁷⁸ REŽŇÁKOVÁ, Mária. *Mezinárodní kapitálové trhy – zdroj financování*. Praha: GRADA publishing, 2007. 224 s. ISBN 978-80-247-1922-1

⁷⁹ REŽŇÁKOVÁ, Mária. *Mezinárodní kapitálové trhy – zdroj financování*. Praha: GRADA publishing, 2007. 224 s. ISBN 978-80-247-1922-1

⁸⁰ ZMEŠKAL, Zdeněk. *Finanční modely*. 3.vyd. Praha: Ekopress, 2013. 249 s. ISBN 978-80-86929-91-0

3.2.2 Metodika výpočtu optimální struktury

Pro sestavení optimalizační úlohy budou nyní nadefinovány základní vzorce související s výpočtem optimalizace vlastnické struktury. Následně bude celý výpočet prováděn v rozhraní softwarového programu Microsoft Excel.

Komplexní vlastnictví subjektu A v konkrétních společnostech je vyjádřeno vzorcem následovně,

$$wA_i = qA_i + \sum_j qA_{ij} \cdot wA_j \quad (3.1)$$

kde symbolem wA_i je zachyceno komplexní vlastnictví subjektu A v subjektu i (představován subjekty B, C, D, E). Pod označením qA_i je vyčíslena velikost přímého vlastnického podílu subjektu A na jednotlivých subjektech (B, C, D, E). Sumou $\sum_j qA_{ij} \cdot wA_j$ je poté zachycena velikost nepřímého vlastnictví subjektu A na jednotlivých subjektech (B, C, D, E).⁸¹

Pro matematické účely bude využíván především maticový zápis vlastnických podílů v jednotlivých subjektech, proto bude uveden vzorec zachycující situaci pomocí matice,

$$\vec{w}A = \vec{q}A + QA \cdot \vec{w}A \quad (3.2)$$

kde pomocí $\vec{w}A$ je popsána velikost komplexního vlastnictví subjektu A v subjektech (B, C, D, E), pomocí $\vec{q}A$ je obdobně jako ve vzorci (3.1) zachycena velikost přímého vlastnického podílu subjektu A v jednotlivých subjektech (B, C, D, E). A formulí $QA \cdot \vec{w}A$ je maticově znázorněna velikost nepřímého vlastnictví subjektu A v ostatních subjektech (B, C, D, E).⁸²

Vzorec (3.2) je možno upravit s pomocí jednotkové matice následovně,

$$(I - QA) \cdot \vec{w}A = \vec{q}A \quad (3.3)$$

kde symbolem I je zachycena právě jednotková matice.

Transformací rovnice (3.3) jsme poté schopni určit velikost komplexního vlastnictví vyjádřeného pomocí jednotkové matice, matice přímého vlastnictví jednotlivých subjektů mezi sebou a přímého vlastnictví subjektu A v jednotlivých subjektech (B, C, D, E) takto,⁸³

$$(I - QA)^{-1} \cdot \vec{q}A = \vec{w}A \quad (3.4)$$

⁸¹ ZMEŠKAL, Zdeněk. *Finanční modely*. 3.vyd. Praha: Ekopress, 2013. 249 s. ISBN 978-80-86929-91-0

⁸² ZMEŠKAL, Zdeněk. *Finanční modely*. 3.vyd. Praha: Ekopress, 2013. 249 s. ISBN 978-80-86929-91-0

⁸³ ZMEŠKAL, Zdeněk. *Finanční modely*. 3.vyd. Praha: Ekopress, 2013. 249 s. ISBN 978-80-86929-91-0

3.2.3 Matematická formulace modelu

K získání optimální struktury přímého vlastnictví je nutno nadefinovat optimalizační úlohu. Optimalizační úloha bude nadefinována jako obecný finanční model, do kterého budou postupně zakomponovány jednotlivé scénáře akvizičních cen nadefinované výše v práci.⁸⁴

Formulace úlohy pro minimalizaci výdajů na restrukturalizaci přímého vlastnictví

Účelová funkce je vyjádřena následovně

$$\vec{c}^T \cdot d\vec{q}A \rightarrow \min \quad (\text{ÚF})$$

Omezující podmínky

$$\vec{q}A1 \geq (I - QA) \cdot \vec{w}A_1 \quad (\text{P1})$$

$$\vec{q}A1 = qAO + d\vec{q}A \quad (\text{P2})$$

$$0 \leq \vec{q}A1 \leq 1 \quad (\text{P3})$$

Účelovou funkcí je definován požadavek na minimalizaci výdajů spojených s přetransformováním přímých vlastnických podílů. Označením \vec{c}^T je zachycen transponovaný vektor akvizičních cen, a symbolem $d\vec{q}A$ je popsána velikost difference přímého vlastnického podílu Subjektu A v jednotlivých subjektech (B, C, D, E).⁸⁵

Podmínkou (P1) je zachycena minimální velikost přímého vlastnictví subjektu A v jednotlivých subjektech $\vec{q}A1$ v závislosti na velikosti komplexního vlastnictví subjektu A v subjektech $\vec{w}A_1$. Podmínka (P1) je vyjádřena pomocí maticového zápisu, kde QA , představuje matici přímých vlastnických podílů mezi jednotlivými subjekty navzájem.⁸⁶

Podmínka (P2) je chápána jako bilanční identita. Pod tímto pojmem je nastíněna rovnost mezi novým přímým vlastnickým podílem $\vec{q}A1$, který vznikl jako součet výchozí přímého vlastnického podílu qAO a nové transformované nadstavby vyjádřené vektorem pomocí symbolu $d\vec{q}A$.⁸⁷

⁸⁴ ZMEŠKAL, Zdeněk. *Finanční modely*. 3.vyd. Praha: Ekopress, 2013. 249 s. ISBN 978-80-86929-91-0

⁸⁵ ZMEŠKAL, Zdeněk. *Finanční modely*. 3.vyd. Praha: Ekopress, 2013. 249 s. ISBN 978-80-86929-91-0

⁸⁶ ZMEŠKAL, Zdeněk. *Finanční modely*. 3.vyd. Praha: Ekopress, 2013. 249 s. ISBN 978-80-86929-91-0

⁸⁷ ZMEŠKAL, Zdeněk. *Finanční modely*. 3.vyd. Praha: Ekopress, 2013. 249 s. ISBN 978-80-86929-91-0

Poslední uvedená podmínka (P3) je nápomocna při určení velikosti přímých vlastnických podílů v jednotlivých subjektech (B, C, D, E) subjektem A. Podmínkou (P3) je zadána podmínka, že velikost přímých vlastnických podílů v jednotlivých subjektech se musí pohybovat v intervalu mezi 0 a 1, neboli můžeme vlastnit minimálně 0% přímý vlastnický podíl na daném subjektu a maximálně 100% přímý vlastnický podíl na daném subjektu.⁸⁸

3.2.4 Postup výpočtu optimální struktury

V prvním kroku bude nadefinován vektor $d\vec{q}A$, který nám bude určovat velikosti přírůstku poptávaných podílů na jednotlivých společnostech. Následně si vytvoříme účelovou funkci, ve které bude využit SOUČIN.SKALÁRNÍ(), do kterého budou vloženy hodnoty námi vytvořeného vektoru $d\vec{q}A$ a akviziční ceny jednotlivých scénářů. Poté bude sestavena *matice* $(I - QA)$, která je sestavena na základě výchozí *matice přímého vlastnictví* QA a *jednotkové matice* I , od které je *matice přímého vlastnictví* QA odečtena. Následně se budeme věnovat sestavení nadefinovaných podmínek. Podmínka (P1), jež byla výše zmíněna bude nyní nadefinována jako SOUČIN.MATIC(), kde budou uvedeny *matice* $(I - QA)$ a minimální limity na komplexní vlastnictví (přímo i nepřímo), jež musí být menší či rovny výsledným hodnotám přímého vlastnictví ve společnostech $\vec{q}A1$. Podmínka (P2) je věnována bilanční identitě, která pojednává o rovnosti mezi původními přímými vlastnickými podíly $\vec{q}A0$, a nově spočtenými přímými vlastnickými podíly $\vec{q}A1$. Nově spočtené přímé vlastnické podíly $\vec{q}A1$, musí dle podmínky o bilanční identitě být rovny součtu původní velikosti přímých vlastnických podílů $\vec{q}A0$ a přírůstku poptávaných podílů $d\vec{q}A$. Poslední podmínka (P3) nám je nápomocna při definování intervalu, ve kterém se nové hodnoty spočteného přímého vlastnického podílu $\vec{q}A1$ mohou pohybovat. V podmínce (P3) je uvedeno že hodnoty vlastnických podílů se mohou pohybovat mezi 0 a 1. Jinými slovy můžeme říci, že velikost přímého vlastnictví může být minimálně 0 % a maximálně 100 % na daném subjektu. Při sestavení všech požadovaných kroků spustíme funkci Řešitel, jež nám na základě nadefinovaných dat a podmínek vyhodnotí optimální vlastnickou strukturu vybrané holdingové společnosti.⁸⁹

Pomocí funkce Řešitel je hledána minimální hodnota účelové funkce, tedy nákladů na transformaci vlastnické struktury holdingové společnosti, při výše v práci popsanych

⁸⁸ ZMEŠKAL, Zdeněk. *Finanční modely*. 3.vyd. Praha: Ekopress, 2013. 249 s. ISBN 978-80-86929-91-0

⁸⁹ ZMEŠKAL, Zdeněk. *Finanční modely*. 3.vyd. Praha: Ekopress, 2013. 249 s. ISBN 978-80-86929-91-0

omezujících podmínek. Proměnnými modelu jsou změny velikostí vlastnických podílů v daných společnostech (subjektech).⁹⁰

3.2.5 Rekapitulace dat a ověření výsledků

Na závěr bude provedena rekapitulace dat a rovněž bude na základě této rekapitulace provedeno ověření získaných výsledků. Nejprve bude provedeno ověření velikosti vypočtených přímých vlastnických podílů. Ověření přímého vlastnictví bude provedeno na základě součtu původních velikostí přímých vlastnických podílů $\vec{q}A_0$ s vypočtenými přírůstků přímého vlastnictví $d\vec{q}A$, jež se musí rovnat velikosti námi vypočtených nových přímých vlastnických podílů $\vec{q}A_1$.

V druhé části rekapitulace bude provedeno ověření komplexního (celkového) vlastnictví, kde velikost celkového vlastnictví musí být rovna součtu velikosti přímého a nepřímého vlastnictví. Pro vyjádření nepřímého vlastnictví bude potřeba sestavit k původní matici $(I - QA)$ matici inverzní $(I - QA)^{-1} - 1$. Pokud budeme mít sestaveny tyto dvě matice, tak pomocí `SOUČIN.MATIC()` vyjádříme velikost komplexního (celkového) vlastnictví $\vec{w}A_1$ mateřské společnosti na jednotlivých společnostech. Následně bude zachycena velikost přímého vlastnictví $\vec{q}A_1$ mateřské společnosti v jednotlivých společnostech (subjektech). Poté zachytíme velikost nepřímého vlastnictví jako `SOUČIN.MATIC()` a to konkrétně matice QA a matice $\vec{w}A_1$. Po získání jednotlivých velikostí přímého a nepřímého vlastnictví bude zkontrolována správnost velikosti nepřímého vlastnictví mateřské společnosti na jednotlivých společnostech (subjektech), pomocí odečtení velikosti přímého vlastnictví $\vec{q}A_1$ mateřské společnosti na jednotlivých dceřiných společnostech od velikosti komplexního (celkového) vlastnictví $\vec{w}A_1$ mateřské společnosti na jednotlivých subjektech. Pro verifikaci správnosti výsledků našeho modelu musí být splněna podmínka rovnosti mezi velikostmi nepřímého vlastnictví na jednotlivých společnostech, dosažených oběma výše zmíněnými postupy. Na závěr ještě bude zobrazen minimální požadavek na komplexní vlastnictví v daných společnostech.⁹¹

⁹⁰ ZMEŠKAL, Zdeněk. *Finanční modely*. 3.vyd. Praha: Ekopress, 2013. 249 s. ISBN 978-80-86929-91-0

⁹¹ ZMEŠKAL, Zdeněk. *Finanční modely*. 3.vyd. Praha: Ekopress, 2013. 249 s. ISBN 978-80-86929-91-0

4 Optimalizace vlastnické struktury vybrané holdingové společnosti

Kapitola bude rozčleněna do dvou podkapitol. V první podkapitole se budeme zabývat optimalizací vlastnické struktury za podmínek různých akvizičních cen a v druhé podkapitole bude vlastnická struktura optimalizována dle jednotlivých požadavků na vlastnictví v jednotlivých společnostech. Optimalizační úloha bude spočtena na základě vstupních dat nadefinovaných v první podkapitole kapitoly třetí. Pro konkrétní výpočet bude aplikován finanční model nadefinovaný v druhé podkapitole kapitoly třetí. Rekapitulaci a ověření bude poté provedeno dle metodiky popsané v podkapitole třetí v kapitole předcházející.

4.1 Optimalizace dle stanoveného požadavku na vlastnictví a různých akvizičních cen

Předpokladem pro vyjádření optimální vlastnické struktury holdingové společnosti jsou dvě podmínky. První podmínkou je, že jsou známy velikosti přímých a nepřímých vlastnických podílů mezi všemi subjekty. Druhou podmínkou jsou poté přesně nadefinované požadavky na komplexní vlastnictví v jednotlivých společnostech.

V naší úloze bude známá výchozí situace přímého a nepřímého vlastnictví uvnitř holdingu a bude nadefinována nová struktura vlastnické struktury, kdy budou zadány minimální limity na komplexní vlastnictví přímo a nepřímo. Pro lepší přehlednost budou situace znázorňovány také graficky. Pro grafické znázornění bude uvedena výchozí situace vlastnické struktury vybrané holdingové společnosti.

Cílem, bude vždy najít, takový scénář transformace holdingové společnosti, při kterém budou minimalizovány celkové náklady na transformaci vlastnické struktury holdingové společnosti (hodnota účelové funkce) a bude dosaženo požadovaného komplexního vlastnictví mateřské společnosti v jednotlivých dceřiných společnostech.

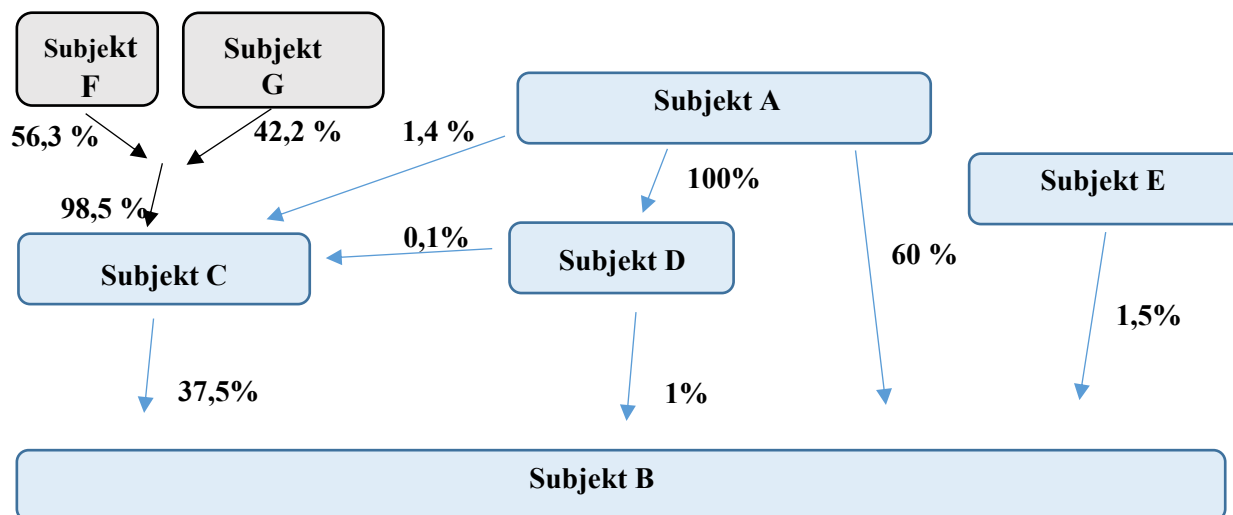
Nyní se v první podkapitole zaměříme na akviziční ceny a celkové náklady na transformaci vlastnické struktury vybrané holdingové společnosti.

4.1.1 Optimalizace dle stanoveného požadavku na vlastnictví

V následující podkapitole se budeme věnovat transformaci přímých vlastnických podílů mateřské společnosti v jednotlivých dceřiných společnostech s cílem dosáhnout námi

nadefinovaného požadavku na komplexní vlastnictví v jednotlivých subjektech mateřskou společností dle požadavků nadefinovaných v předchozí kapitole. Nyní si postupně znázorníme výchozí situaci vlastnické struktury graficky, poté maticově a doplníme tabulkou s minimálními požadavky na komplexní vlastnictví.

Graf 4.1 Schéma vlastnické struktury vybrané holdingové společnosti (Původní situace)



Legenda

Subjekt A – Pojišťovací konglomerát (mateřská společnost), Subjekt B – Investiční společnost (cílová společnost), Subjekt C – Holdingová společnost, Subjekt D – Hlavní partneři, Subjekt E – Nepřidružení vlastníci, Subjekt F – Veřejnost, Subjekt G – Vedení a zaměstnanci

Zdroj: U.S. Securities and Exchange Commission⁹²

Pomocí Tab. 4.1 je maticově zachycena vlastnická struktura vybrané holdingové společnosti před provedením optimalizace vlastnické struktury. V tabulce jsou na vertikální a horizontální ose zaneseny jednotlivé dceřiné společnosti. Tabulka znázorňuje, jak přímé vlastnické podíly v dceřiných společnostech navzájem, tak také přímý vlastnický podíl mateřské společnosti v jednotlivých dceřiných společnostech. Výše zmíněný graf bude využíván jako výchozí schéma, do kterého budou vždy po spočtení optimalizační úlohy zaneseny konkrétní velikosti vlastnických podílů. Množství vazeb v grafu je považováno jako výchozí, úloha má optimalizační charakter, takže dle potřeby mohou vzniknout nové vazby. Cílem optimalizační úlohy je vždy dodržet požadavek na celkovém vlastnictví dané společnosti ve společnosti druhé, a to za podmínky minimalizace celkových transakčních nákladů.

⁹² Sec.gov: U.S. Securities and Exchange Commission – Merger proposal [online]. SEC [1.2.2020]. Dostupné z: <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1109448/000104746913010680/a2217443z424b3.htm>

Tab. 4.1 Výchozí vlastnická struktura vybrané holdingové společnosti (maticové vyjádření)

QA - Matice přímého vlastnictví					přímé vlastnictví
	B	C	D	E	qA0
B	0,000	0,000	0,000	0,000	0,600
C	0,375	0,000	0,000	0,000	0,014
D	0,010	0,001	0,000	0,000	1,000
E	0,015	0,000	0,000	0,000	0,000

Zdroj: Vlastní zpracování⁹³

Pomocí Tab. 4.2 je zachycen minimální požadavek na komplexní vlastnictví (přímé a nepřímé vlastnictví) mateřské společnosti v jednotlivých dceřiných společnostech.

Tab. 4.2 Minimální požadavek na komplexní vlastnictví mateřské společnosti v jednotlivých dceřiných společnostech

Subjekty	Minimální limit na komplexní vlastnictví (přímo i nepřímo)
	wA
B	0,80
C	0,30
D	1,00
E	0,10

Zdroj: Vlastní zpracování⁹⁴

Následně pomocí metodiky nadefinované v předchozí kapitole provedeme optimalizaci vlastnické struktury vybrané holdingové společnosti.

Výsledné hodnoty přírůstku poptávaných podílů v konkrétních dceřiných společnostech a výsledné přímé vlastnické podíly po provedení optimalizace vlastnické struktury si uvedeme v tabulce níže. Tabulka bude doplněna také o velikosti přírůstků přímého vlastnictví, která nám popisuje, kolik přímého vlastnictví musí mateřská společnost získat či odprodat v jednotlivých dceřiných společnostech, tak aby bylo dosaženo minimálního limitu na komplexní vlastnictví, jež bylo námi nadefinováno v práci výše. Nejprve bude sestavena tabulka přímého vlastnictví, kde bude shrnuta velikost původního přímého vlastnictví, poté přírůstku nových poptávaných podílů a jejich součet, jež je v podstatě definován jako nové přímé vlastnictví.

⁹³ Sec.gov: U.S. Securities and Exchange Commission – Merger proposal [online]. SEC [1.2.2020]. Dostupné z: <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1109448/000104746913010680/a2217443z424b3.htm>

⁹⁴ Sec.gov: U.S. Securities and Exchange Commission – Merger proposal [online]. SEC [1.2.2020]. Dostupné z: <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1109448/000104746913010680/a2217443z424b3.htm>

Tab. 4.3 Přímé vlastnictví

Subjekty	Původní přímé vlastnictví qA0	Přírůstek poptávaných podílů dqA	Nové Přímé vlastnictví qA1
B	0,6	0,2	0,8
C	0,014	-0,014	0
D	1	-0,0083	0,992
E	0	0,088	0,088

Zdroj: Vlastní zpracování⁹⁵

Po zjištění velikosti přímých podílů budou velikosti jednotlivých přímých podílů zrekapitulovány a dosazeny do tabulky, kde současně bude provedeno ověření podmínky bilanční identity, že dosažené hodnoty přímých podílů výchozích, doplněné o přírůstek poptávaných podílů jsou v součtu rovny hodnotám minimálního limitu na komplexní vlastnictví. Pro dodatečné ověření správnosti bude provedena kontrola vypočtených přímých vlastnických podílů také na zpětném postupu. Od celkového vlastnictví wA1 bude odečtena velikost přímých vlastnických podílů, což nám dá za výsledek velikost nepřímých vlastnických podílů.

Rekapitulace řešení a ověření

V tabulce 4.4 bude znázorněno u jednotlivých dceřiných společností (subjektu B až subjektu E) postupně celkové vlastnictví mateřské společnosti na dané dceřiné společnosti. Poté přímé vlastnictví qA1 mateřské společnosti na dané dceřiné společnosti. V dalším sloupci bude spočteno nepřímé vlastnictví (Tab. 4.1) pomocí součinu matice QA a velikosti celkového vlastnictví wA1. Následně proběhne ověření velikosti nepřímého vlastnictví skrze odečtení přímého vlastnictví qA1 mateřské společnosti na jednotlivých dceřiných společnostech od velikosti celkového vlastnictví mateřské společnosti na daných subjektech. V posledním sloupci bude uveden, již dříve zmíněný minimální požadavek na celkové vlastnictví v dané společnosti.

⁹⁵ Sec.gov: U.S. Securities and Exchange Commission – Merger proposal [online]. SEC [1.2.2020]. Dostupné z: <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1109448/000104746913010680/a2217443z424b3.htm>

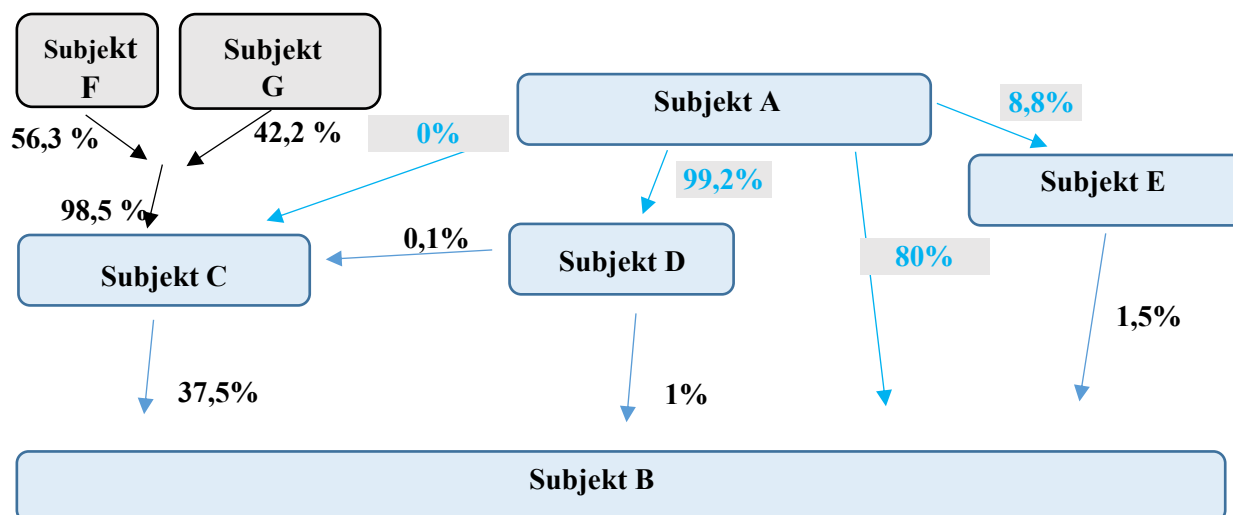
Tab. 4.4 Rekapitulace dat a ověření

Subjekty	Celkové vlastnictví wA1	Přímé vlastnictví qA1	Nepřímé vlastnictví QA·wA1	Kontrola (ověření) wA1-qA1	Minimální požadavek na celkové vlastnictví
B	0,8	0,8	0	0	0,8
C	0,3	0	0,3	0,3	0,3
D	1	0,992	0,0083	0,0083	1
E	0,1	0,088	0,0120	0,0120	0,1

Zdroj: Vlastní zpracování⁹⁶

Pro lepší přehlednost uvedeme optimalizovanou situaci, taktéž graficky, kde zvýrazníme transformované velikosti přímých vlastnických podílů mateřské společnosti na jednotlivých dceřiných společnostech.

Graf 4.2 Schéma vlastnické struktury vybrané holdingové společnosti (Optimalizovaná situace)



Legenda

Subjekt A – Pojišťovací konglomerát (mateřská společnost), Subjekt B – Investiční společnost (cílová společnost), Subjekt C – Holdingová společnost, Subjekt D – Hlavní partneři, Subjekt E – Nepřidružení vlastníci, Subjekt F – Veřejnost, Subjekt G – Vedení a zaměstnanci

Zdroj: U.S. Securities and Exchange Commission⁹⁷

⁹⁶ Sec.gov: U.S. Securities and Exchange Commission – Merger proposal [online]. SEC [1.2.2020]. Dostupné z: <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1109448/000104746913010680/a2217443z424b3.htm>

⁹⁷ Sec.gov: U.S. Securities and Exchange Commission – Merger proposal [online]. SEC [1.2.2020]. Dostupné z: <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1109448/000104746913010680/a2217443z424b3.htm>

V Grafu 4.2 je možno vidět, že mateřská společnost po provedení optimalizace vlastnické struktury zvýší velikost svého přímého vlastnického podílu v Subjektu B o 20% z 60% na 80%. V Subjektu C odprodá celý svůj přímý vlastnický podíl ve výši 1,4% a dále zde nebude držet žádný přímý vlastnický podíl. V Subjektu D sníží mateřská společnost svůj přímý vlastnický podíl ze 100% na 99,2% a v Subjektu E, v kterém mateřská společnost nedržela žádný přímý vlastnický podíl bude nyní zaujímat přímý vlastnický podíl 8,8%.

4.1.2 Optimalizace dle jednotlivých scénářů akvizičních cen

V následující podkapitole budou vyčísleny na základě jednotlivých scénářů akvizičních cen celkové náklady na transformaci vybrané holdingové společnosti. V závěru podkapitoly budou jednotlivé nabídky (scénáře) vyhodnoceny a vybrána nejvhodnější (optimální) varianta, při které budou celkové náklady na transformaci vlastnické struktury vybrané holdingové společnosti minimalizovány.

Tab. 4.5 Scénáře akvizičních cen (v peněžních jednotkách)

	Scénář 1	Scénář 2	Scénář 3
	C_1	C_2	C_3
Subjekt B	5	3	6
Subjekt C	11	13	8
Subjekt D	3	6	1
Subjekt E	20	21	15

Zdroj: Vlastní zpracování

Scénář 1 (Výchozí scénář)

Dle akvizičních cen uvedených ve Scénáři 1, by celkové náklady na transformaci vybrané holdingové společnosti byly vyčísleny na 2,5811 peněžních jednotek. Náklady by byl vyjádřen celkový objem peněžních prostředků na pořízení poptávaných přímých vlastnických podílů v jednotlivých dceřiných společnostech, očištěný o zisk z prodeje přímých vlastnických podílů mateřské společnosti v jednotlivých dceřiných společnostech.

Tabulka 4.6 Celkové náklady na transformaci vlastnické struktury (Scénář 1)

Celkové náklady na transformaci vlastnické struktury	
Scénář 1	2,5811

Zdroj: Vlastní zpracování

Scénář 2 (Nabídka akvizičního oddělení)

Dle Scénáře 2 by celkové náklady na transformaci vybrané holdingové společnosti byly vyjádřeny na 2,2162 peněžních jednotek. Suma celkových nákladů by byla rovněž očištěna o příjmy z prodeje přímých vlastnických podílů mateřské společnosti na jednotlivých dceřiných společnostech.

Tab. 4.7 Celkové náklady na transformaci vlastnické struktury (Scénář 2)

Celkové náklady na transformaci vlastnické struktury	
Scénář 2	2,2162

Zdroj: Vlastní zpracování

Scénář 3 (Nabídka klienta)

Pomocí tabulky 4.8 je zachycen celkový objem nákladů na transformaci vlastnické struktury vybrané holdingové společnosti, který je vyčíslen na 2,3977 peněžních jednotek.

Tab. 4.8 Celkové náklady na transformaci vlastnické struktury (Scénář 3)

Celkové náklady na transformaci vlastnické struktury	
Scénář 3	2,3977

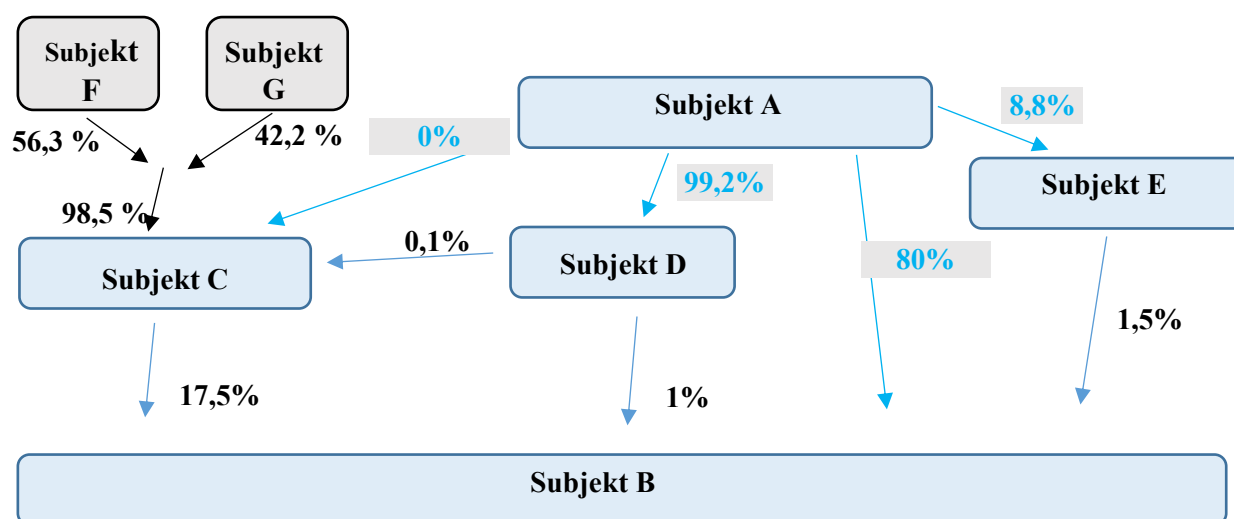
Zdroj: Vlastní zpracování

4.1.3 Shrnutí

V první podkapitole jsme se zaměřili na optimalizaci vlastnické struktury vybrané holdingové společnosti z pohledu jednoho konkrétního požadavku, a to konkrétně jednoho požadavku na minimální limit komplexního vlastnictví mateřské společnosti (subjektu A) v jednotlivých společnostech (subjekt B, C, D a subjekt E) a tří různých scénářů, představovaných odlišnými kombinacemi akvizičních cen jednotlivých nakupovaných podílů v daných dceřiných společnostech. Optimální vlastnická struktura byla nejprve optimalizována dle výchozího požadavku na komplexní vlastnictví a výchozího požadavku (Scénáře 1) kombinace akvizičních cen jednotlivých podílů v daných dceřiných společnostech. Na základě využití funkce Řešitel byla vypočtena optimalizovaná vlastnická struktura vybrané holdingové společnosti. Postupně byla úloha řešena pro další dva scénáře akvizičních cen představované nabídkou akvizičního oddělení (Scénář 2) a klientovou nabídkou (Scénář 3). Při provádění optimalizace bylo zjištěno, že nadefinována úloha je v praxi použitelná především pro cenové vyjednávání při dohodě o celkových nákladech akvizice či fúze. Při změně předkládaných kombinací (scénářů) akvizičních cen, totiž není spatřována změna velikostí nakupovaných či odprodáných přímých vlastnických podílů v jednotlivých dceřiných společnostech, ale

v celkových nákladech vynaložených na provedení transformace vlastnické struktury vybrané holdingové společnosti. Výsledkem dané podkapitoly je tedy nalezení optimálního scénáře akvizičních cen při provádění transakce u jednotlivých vlastnických podílů v konkrétních subjektech. Sestavený finanční model je v praxi využitelný především v jednání u předkládání cenové nabídky druhým stranám. Po dosažení konkrétních akvizičních cen do finančního modelu je možno vypočítat celkové náklady spojené s transformací vlastnické struktury vybrané holdingové společnosti. Samozřejmě hovoříme o optimálním scénáři akvizičních cen, které by mělo vedení mateřské společnosti přijmout, pokud by byla vyžadována minimalizace nákladů na transformaci vlastnické struktury vybrané holdingové společnosti. V jednotlivých scénářích akvizičních cen byly sestaveny kombinace akvizičních cen, které je možno prezentovat jako na první pohled výhodné pro druhou stranu, avšak po dosažení do finančního modelu je vidět, že nabídka prezentovaná akvizičním oddělením je ve výsledku pro realizaci transformace holdingové společnosti přívětivější z hlediska nákladnosti proveditelnosti dané transakční operace. Pro lepší přehlednost dosažených výstupů finančního modelu je výsledná optimalizovaná vlastnická struktura holdingové společnosti uvedena v Grafu 4.3.

Graf 4.3 Optimalizovaná vlastnická struktura (dle nadefinovaných výchozích požadavků)



Legenda

Subjekt A – Pojišťovací konglomerát (mateřská společnost), Subjekt B – Investiční společnost (cílová společnost), Subjekt C – Holdingová společnost, Subjekt D – Hlavní partneři, Subjekt E – Nepřidružení vlastníci, Subjekt F – Veřejnost, Subjekt G – Vedení a zaměstnanci

Zdroj: U.S. Securities and Exchange Commission⁹⁸

⁹⁸ Sec.gov: U.S. Securities and Exchange Commission – Merger proposal [online]. SEC [2.2.2020]. Dostupné z: <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1109448/000104746913010680/a2217443z424b3.htm>

Zároveň byla nalezena optimální cenová nabídka (scénář), kterou by vedení holdingové společnosti mělo v budoucnu akceptovat, pokud bude požadovat minimalizaci celkových nákladů na transformaci vlastnické struktury holdingové společnosti a zároveň nebude chtít ustoupit z předem nadefinovaných požadavků na komplexní vlastnictví v jednotlivých dceřiných společnostech. Nejvhodnějším scénářem akvizičních cen byl zvolen Scénář 2, při kterém celkové náklady na transformaci vlastnické struktury vybrané holdingové společnosti jsou vyčísleny na 2,2162 peněžních jednotek.

Tab. 4.9 Celkové náklady na transformaci vlastnické struktury (Scénář 2)

Celkové náklady na transformaci vlastnické struktury	
Scénář 2	2,2162

Zdroj: Vlastní zpracování

V první podkapitole byla tedy věnována pozornost optimalizaci vlastnické struktury holdingové společnosti z pohledu minimalizace celkových nákladů na provedení transformace. Při závěrečném shrnutí první podkapitoly lze konstatovat, že za nejpřívětivější scénář byl vyhodnocen scénář 2, tedy scénář předložený ze strany akvizičního oddělení vybrané holdingové společnosti. Při uvedení daného závěru podkapitoly je také potřeba dodat, že v úloze máme pod pojmem výsledná hodnota celkových nákladů na transformaci vlastnické struktury holdingové společnosti na mysli sumu akvizičních cen spojených s jednotlivými nakupovanými vlastnickými podíly v daných dceřiných společnostech. Pro úplnost řešení bychom měli uvést také náklady plynoucí z provedení transakce, které souvisí s dodatečnými aspekty transakce vlastnické struktury holdingové společnosti. Především jsou za ně považovány náklady s provedením transformace velice úzce spjaté, a to administrativní náklady, které mají s provedením transakce velice úzkou provázanost a mají při přijetí rozhodnutí o provedení transformace vlastnické struktury holdingové společnosti nemalý rozsah, především v přípravné a realizační fázi akvizice či fúze. Jedná se konkrétně o náklady spojené s poradenskými, účetními, právními a daňovými firmami.⁹⁹

Poradenské služby jsou zajišťovány především investičními bankami a investičními bankéři či komerčními bankami (oblast corporate finance), kterými jsou vyhledávání a analyzování nejvhodnějšího potenciálního kupce daných vlastnických podílů v konkrétních společnostech, popřípadě předkládají vhodné adepty konkrétním subjektům, kteří si následně

⁹⁹ GAUGHAN, Patrick A. *Mergers, acquisitions, and corporate restructurings*. New Jersey: John Wiley and Sons, 2007. ISBN 978-0-471-70564-2

nejvhodnějšího adepta určují individuálně podle svého vlastního uvážení. Bankami je obecně prováděno vždy tzv. due diligence neboli pečlivé šetření. Při provádění due diligence jsou bankou hodnoceny především disponibilní zdroje subjektů projevujících zájem o dané vlastnické podíly v konkrétních společnostech a schopnost předloženou nabídku přijmout. Banky mohou rovněž provést analýzu svých klientů a nabídnout nákup jednotlivých vlastnických podílů pouze předem vybraným subjektům z řad jejich stávajících klientů. Přínos bank jako poradců při provedení dané transakce je především předběžný výběr potencionálních zájemců o koupi daných vlastnických podílů. Daným krokem je, tak zamezeno vedení jednání či přijímání nabídek od potencionálních klientů, jež nejsou solventní či nesplňují kapitálové požadavky na provedení transakce.¹⁰⁰

Účetní firmy mají v dané operaci charakter především podpůrný. Jelikož transakce je prováděná holdingovou společností, která disponuje účetním oddělením, role externích účetních firem je připravit podklady pro provedení transakce a snížit zátěž účetního oddělení společnosti, které má na starosti účetní operace související s běžným chodem společnosti a se stávající externími klienty.¹⁰¹

Právní firmy obdobně jako účetní firmy mají při provádění transakcí úlohu podpornou. Při dané transakci jsou nápomocny právnímu oddělení holdingové společnosti, s kterým úzce spolupracují a dojednávají detaily obchodní transakce. Právní firmy jsou většinou nápomocny především v oblasti sjednocení podmínek transakce, kdy je zapotřebí zohlednění rozdílné legislativy v konkrétních zemích.¹⁰²

Daňový aspekt dané transakce je položkou, která má při dané transakci význam nejen nákladový, ale také strategický. Při nákupu jednotlivých vlastnických podílů je potřeba, aby investoři byli předem obeznámeni s daňovou povinností, která s provedením dané operace souvisí, a především bude v budoucnu. Například zda je při vyplácení dividend mateřské společnosti dceřiné společnosti zajištěno zamezení o dvojím zdanění. Popřípadě je nutno zjistit, zda v dceřiné společnosti, v níž nabývá mateřská společnost přímý vlastnický podíl se nestává daňovým poplatníkem z některých operací dceřiné společnosti, jež momentálně působí pod

¹⁰⁰ GAUGHAN, Patrick A. *Mergers, acquisitions, and corporate restructurings*. New Jersey: John Wiley and Sons, 2007. ISBN 978-0-471-70564-2

¹⁰¹ GAUGHAN, Patrick A. *Mergers, acquisitions, and corporate restructurings*. New Jersey: John Wiley and Sons, 2007. ISBN 978-0-471-70564-2

¹⁰² GAUGHAN, Patrick A. *Mergers, acquisitions, and corporate restructurings*. New Jersey: John Wiley and Sons, 2007. ISBN 978-0-471-70564-2

záštitou mateřské společnosti. Jelikož v práci je uváděn holding, který vykonává svou působnost na území dvou kontinentů, je vhodné mít pro provedení dané transakce zabezpečeno zázemí asistence daňových expertů orientující se v daňových záležitostech na poli všech zemí, kde subjekty holdingové struktury vykonávají svou působnost či podnikatelskou činnost. Daňová povinnost v uvedeném případě souvisí se dvěma aspekty. V první řadě se jedná o daňovou povinnost související se samotným provedením transakce, tedy transformace vlastnické struktury holdingové společnosti, tak také z této transakce věci plynoucí, a to s nabytím následného přímého vlastnictví a daňovou povinností vlastníka daných přímých vlastnických podílů v jednotlivých dceřiných společnostech. Za námi vyčísleným výsledkem je tedy potřeba si vybavit kromě výnosů plynoucích z nabytí daného vlastnického podílu, také daňové náklady s danou transakcí související.¹⁰³

Samotná výsledná hodnota plynoucí ze sestaveného finančního modelu, jež byl pro výpočet úlohy využit, je nápomocna především při posouzení velikosti celkových transakčních nákladů souvisejících přímo s nákupem jednotlivých vlastnických podílů v konkrétních subjektech. Cílem úlohy v dané podkapitole tedy bylo vyhodnotit nejvhodnější předloženou cenovou nabídku z konkrétních scénářů akvizičních cen, což bylo v kapitole za pomoci finančního modelu také provedeno. Výše popsané dodatečné náklady s transakcí související uvádíme pouze jako ilustrativní výčet dodatečných nákladů souvisejících s prováděnou optimalizací, které jsou při realizaci transakcí v praxi vynakládány a měly by brát na vědomí při provádění optimalizace vlastnické struktury holdingové společnosti.

¹⁰³ GAUGHAN, Patrick A. *Mergers, acquisitions, and corporate restructurings*. New Jersey: John Wiley and Sons, 2007. ISBN 978-0-471-70564-2

4.2 Optimalizace dle různých požadavků na vlastnictví a stanovených akvizičních cen

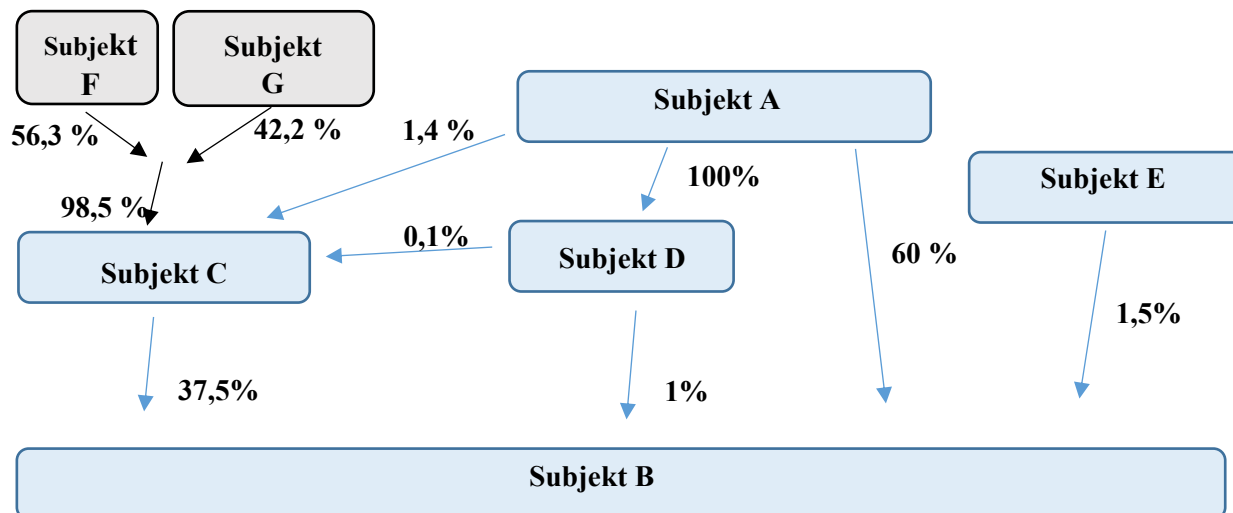
4.2.1 Optimalizace dle jednotlivých požadavků na vlastnictví

Nyní bude věnována pozornost transformaci vlastnické struktury vybrané holdingové společnosti dle předem nadefinovaných tří odlišných scénářů s rozdílným požadovaným minimálním limitem na komplexní vlastnictví v jednotlivých dceřiných společnostech. Budeme opět postupovat chronologicky, od nadefinování výchozí situace graficky přes maticový zápis až po nadefinování jednotlivých scénářů na požadované vlastnictví, které budou postupně uváděny s jednotlivými scénáři. Na závěr druhé podkapitoly bude opět uvedeno shrnutí poznatků dosažených při výpočtu optimalizační úlohy.

Scénáře budou opět nadefinovány s ohledem na měnící se vyjednávací podmínky při uzavírání fúzí či akvizic. Původní vlastnické struktury holdingové společnosti je tedy definována následovně. Mateřskou společností (subjektem A) jsou drženy přímé vlastnické podíly v dceřiných společnostech o daných velikostech. Ve výchozí situaci je držen mateřskou společností (subjekt A) držen přímý vlastnický podíl v subjektu B o velikosti 60%, v subjektu C přímý vlastnický podíl o velikosti 1,4%, v subjektu D přímý vlastnický podíl o velikosti 100% a v subjektu E není držen mateřskou společností (subjektem A) držen v původní vlastnické struktuře žádný přímý vlastnický podíl. Scénářem 1 je obdobně jako v předchozí podkapitole zachycen scénář základní či výchozí. Jedná se o scénář, ve kterém požadavky na komplexní vlastnictví v jednotlivých dceřiných společnostech odpovídají obdobným požadavkům nadefinovaných, již v první podkapitole. Konkrétně se jedná o minimální požadavky na komplexní vlastnictví mateřskou společností v daných subjektech o velikosti 80% (subjekt B), 30% (subjekt C), 100% (subjekt D) a 10% (subjekt E). V daném scénáři jsou tedy mírně navýšeny komplexní vlastnické podíly ve všech subjektech. Scénář 2 je poté sestaven s ohledem na skutečnost, že cílem transformace je držet v subjektech B a D komplexní vlastnické podíly odpovídající přímým investicím (více než 10%) a ve zbylých dvou subjektech (subjekt C a E) držet pouze portfoliové investice, jež jsou definovány jako vlastnické podíly ve společnostech nepřesahující maximální hranici 10%. Minimální požadavky na komplexní vlastnictví držných mateřskou společnostech jsou ve scénáři 2 definovány následovně. V subjektu B má být drženo mateřskou společností komplexní vlastnictví o velikosti 62,6%, v subjektu C komplexní vlastnictví 4,2%, v subjektu D komplexní vlastnictví 80% a v subjektu E komplexní vlastnictví 0,5%. Třetí scénář je poté sestaven s ohledem na situaci, že cílem

transformace vlastnické struktury vybrané holdingové společnosti je ve všech zmíněných subjektech držet přímé investice, tedy přímé vlastnické podíly vyšší než 10%. Konkrétně tedy má být drženo mateřskou společností ve scénáři 3 drženo komplexní vlastnictví v subjektu B 92%, v subjektu C 35%. v subjektu D 100% a v subjektu E 30%. Pro výpočet výsledných podob vlastnických struktur bude opět pro lepší přehlednost nadefinována výchozí struktura vlastnické struktury vybrané holdingové společnosti rovněž pomocí schéma.

Graf 4.4 Schéma vlastnické struktury vybrané holdingové společnosti (Původní situace)



Legenda

Subjekt A – Pojišťovací konglomerát (mateřská společnost), Subjekt B – Investiční společnost (cílová společnost), Subjekt C – Holdingová společnost, Subjekt D – Hlavní partneři, Subjekt E – Nepřidružení vlastníci, Subjekt F – Veřejnost, Subjekt G – Vedení a zaměstnanci

Zdroj: U.S. Securities and Exchange Commission¹⁰⁴

Po zobrazení výchozí vlastnické struktury vybrané holdingové struktury graficky bude vlastnická struktura holdingové společnosti zachycena také pomocí matice.

V tabulce 4.10 je zachycen maticový zápis výchozí vlastnické struktury vybrané holdingové společnosti, jež bude při výpočtu využíván. Tabulka 4.10 je rovněž doplněna o velikost přímého vlastnictví mateřské společnosti (subjektu A) v jednotlivých dceřiných společnostech (subjekty B, C, D, E).

¹⁰⁴ Sec.gov: U.S. Securities and Exchange Commission – Merger proposal [online]. SEC [2.2.2020]. Dostupné z: <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1109448/000104746913010680/a2217443z424b3.htm>

Tab. 4.10 Výchozí vlastnická struktura vybrané holdingové společnosti (maticově vyjádření)

QA - Matice přímého vlastnictví					přímé vlastnictví
	B	C	D	E	qA0
B	0,000	0,000	0,000	0,000	0,600
C	0,375	0,000	0,000	0,000	0,014
D	0,010	0,001	0,000	0,000	1,000
E	0,015	0,000	0,000	0,000	0,000

Zdroj: Vlastní zpracování¹⁰⁵

Po nadefinování výchozí situace graficky a maticově postupně vyčíslíme velikost přímých vlastnických podílů mateřské společnosti v jednotlivých subjektech. Nejprve uvedeme požadavek na minimální limit celkového vlastnictví v jednotlivých subjektech, poté výsledné přírůstky poptávaných podílů, a nakonec nové velikosti přímých vlastnických podílů v jednotlivých dceřiných společnostech. Budeme postupovat chronologicky od Scénáře 1 (výchozí scénář) přes Scénář 2 (nabídka akvizičního oddělení) po Scénář 3 (nabídka klienta). Scénáře mají charakter modelových scénářů a jejich konstrukce je výsledkem vlastního namodelování.

Scénář 1 (Výchozí scénář)

Scénář 1 slouží jako výchozí a požadavek na komplexní vlastnictví je charakterizován jako zvýšení komplexního vlastnictví v subjektu B a C, a získání nového vlastnického podílů v subjektu E.

Posupně tedy uvedeme vždy u každého scénáře tabulku s požadavky na minimální limit na komplexní vlastnictví v jednotlivých subjektech. Následně bude uvedena optimalizovaná situace dle uvedených požadavků komplexního vlastnictví v jednotlivých subjektech. V druhé tabulce budou tedy vždy uvedeny konkrétní velikosti původních přímých vlastnických podílů, přírůstků poptávaných podílů a velikosti nových přímých vlastnických podílů. U každého scénáře bude rovněž po provedení optimalizace vlastnické struktury sestavena tabulka sloužící k rekapitulaci a ověření dosažených dat, kde dosažené výsledky budou ověřeny dvěma metodami. Nyní se tedy zaměříme na uvedení minimálních limitů na komplexní vlastnictví v jednotlivých subjektech dle Scénáře 1.

¹⁰⁵ Sec.gov: U.S. Securities and Exchange Commission – Merger proposal [online]. SEC [2.2.2020]. Dostupné z: <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1109448/000104746913010680/a2217443z424b3.htm>

Tab. 4.11 Minimální požadavek na komplexní vlastnictví mateřské společnosti v jednotlivých dceřiných společnostech

Subjekty	Minimální limit na komplexní vlastnictví (přímo i nepřímo)
	wA
B	0,80
C	0,30
D	1,00
E	0,10

Zdroj: Vlastní zpracování¹⁰⁶

Při uvedení požadavků na komplexní vlastnictví v jednotlivých subjektech bude za využití metodiky nadefinované v předchozí kapitole vyčíslena velikost přírůstků přímého vlastnictví v jednotlivých společnostech, doplněna o původní velikosti přímého vlastnictví v jednotlivých dceřiných společnostech a velikosti nového přímého vlastnictví v jednotlivých subjektech.

V tabulce 4.12 si znázorníme konkrétní velikosti přímého vlastnictví před provedenou transformací vlastnické struktury vybrané holdingové společnosti a po transformaci vlastnické struktury holdingové společnosti.

Tab. 4.12 Přímé vlastnictví

Subjekty	Původní přímé vlastnictví qA0	Přírůstek poptávaných podílů dqA	Nové Přímé vlastnictví qA1
B	0,6	0,2	0,8
C	0,014	-0,014	0
D	1	-0,0083	0,992
E	0	0,088	0,088

Zdroj: Vlastní zpracování¹⁰⁷

V tabulce je možno vidět, že mateřská společnost musí nakoupit vlastnické podíly v subjektu B o celkové výši 20% a v subjektu E o 8,8%, a naopak odprodat vlastnické podíly v subjektu C

¹⁰⁶ Sec.gov: U.S. Securities and Exchange Commission – Merger proposal [online]. SEC [2.2.2020]. Dostupné z: <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1109448/000104746913010680/a2217443z424b3.htm>

¹⁰⁷ Sec.gov: U.S. Securities and Exchange Commission – Merger proposal [online]. SEC [2.2.2020]. Dostupné z: <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1109448/000104746913010680/a2217443z424b3.htm>

o celkové výši 1,4% a v subjektu D o 0,83%, aby bylo dosaženo výše nadefinovaných požadavků na komplexní vlastnictví v jednotlivých subjektech.

Rekapitulace řešení a ověření

Po provedení výpočtu výsledných vlastnických podílů v jednotlivých subjektech si zaznačíme pro ověření výsledné hodnoty do tabulky, pomocí které bude zároveň provedeno ověření dosažených výsledků. Ověření bude provedeno ze dvou úhlů pohledu. Nejprve je možno ověřit správnost velikost výsledných vlastnických podílů na základě součtu výchozích hodnot s přírůstky poptávaných podílů, které by měly být rovny nové velikosti přímých vlastnických podílů (viz tabulka 4.12). Druhá forma ověření je založena na odečtení velikosti přímého vlastnictví od velikosti celkového vlastnictví mateřské společnosti v daném subjektu, které musí být rovno nepřímému vlastnictví vyjádřeného skrze součin matic (viz následující tabulka 4.13).

Tab. 4.13 Rekapitulace dat a ověření

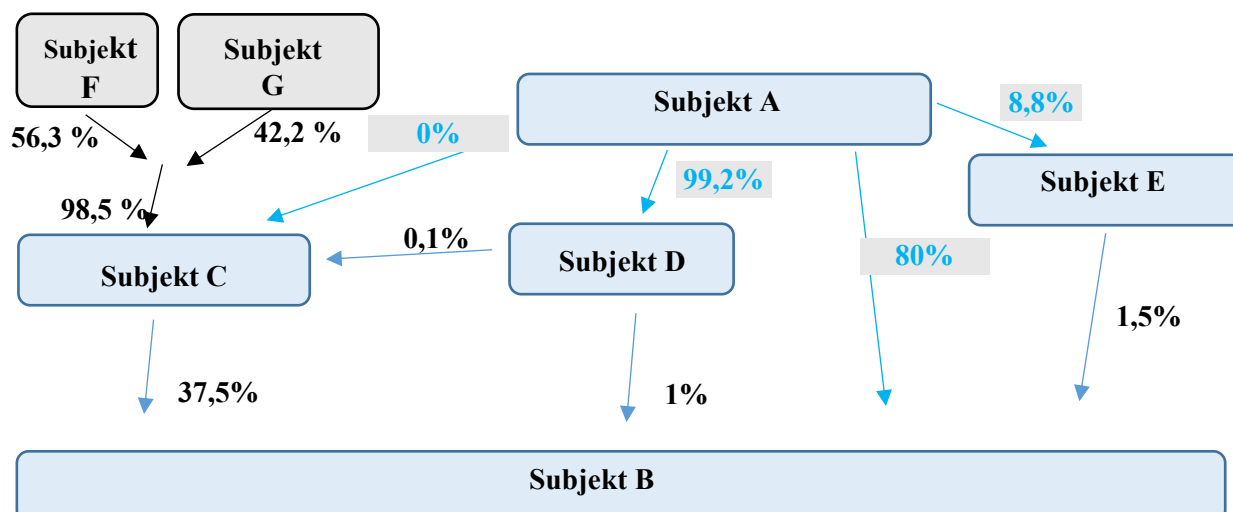
Subjekty	Celkové vlastnictví wA1	Přímé vlastnictví qA1	Nepřímé vlastnictví QA·wA1	Kontrola (ověření) wA1-qA1	Minimální požadavek na celkové vlastnictví
B	0,8	0,8	0	0	0,8
C	0,3	0	0,3	0,3	0,3
D	1	0,992	0,0083	0,0083	1
E	0,1	0,088	0,0120	0,0120	0,1

Zdroj: Vlastní zpracování¹⁰⁸

Jak je možno vidět ve výše uvedených tabulkách, správnost výpočtu byla ověřena z obou úhlů pohledu. Po provedení kontroly správnosti vypočtených dat si nyní optimalizovanou vlastnickou strukturu pro lepší přehlednost znázorníme rovněž graficky. V grafu 4.5 je možno vidět nové velikosti přímých vlastnických podílů mezi mateřskou společností a jednotlivými dceřinými společnostmi, které jsou pro lepší vypovídací schopnost v grafu zvýrazněny.

¹⁰⁸ Sec.gov: U.S. Securities and Exchange Commission – Merger proposal [online]. SEC [2.2.2020]. Dostupné z: <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1109448/000104746913010680/a2217443z424b3.htm>

Graf 4.5 Schéma vlastnické struktury vybrané holdingové společnosti (Optimalizovaná situace)



Legenda

Subjekt A – Pojišťovací konglomerát (mateřská společnost), Subjekt B – Investiční společnost (cílová společnost), Subjekt C – Holdingová společnost, Subjekt D – Hlavní partneři, Subjekt E – Nepřidružení vlastníci, Subjekt F – Veřejnost, Subjekt G – Vedení a zaměstnanci

Zdroj: U.S. Securities and Exchange Commission¹⁰⁹

Graf 4.5 nám zachycuje velikost přímých vlastnických podílů mateřské společnosti na jednotlivých dceřiných společnostech po provedení transformace. V grafu vidíme že mateřská společnost nebude držet žádné přímé vlastnictví v Subjektu C. Na Subjektu D bude drženo přímé vlastnictví o velikosti 99,2% a na subjektu B přímé vlastnictví o velikosti 80%. V subjektu E bude nově mateřskou společností držen přímý vlastnický podíl o velikosti 8,8 %.

Scénář 2 (nabídka akvizičního oddělení)

U Scénáře 2 se bude jednat o nabídku přednesenou ze strany akvizičního oddělení, která má za cíl snížit velikost komplexního vlastnictví ve společnostech B a D, a naopak ve společnostech C a E zvýšit velikost komplexního vlastnictví, ale zároveň zajistit, aby ve společnostech C a E byly stále drženy takové velikosti vlastnických podílů, jež odpovídají portfoliovým investicím (maximální velikost vlastnictví 10% v daném subjektu). Detailní velikosti požadavků na komplexní vlastnictví v jednotlivých subjektech jsou uvedeny v tabulce 4.14 níže.

¹⁰⁹ Sec.gov: U.S. Securities and Exchange Commission – Merger proposal [online]. SEC [2.2.2020]. Dostupné z: <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1109448/000104746913010680/a2217443z424b3.htm>

Tab. 4.14 Minimální požadavek na komplexní vlastnictví mateřské společnosti v jednotlivých dceřiných společnostech (Scénář 2)

Subjekty	Minimální limit na komplexní vlastnictví (přímo i nepřímo)
	wA
B	0,626
C	0,042
D	0,800
E	0,050

Zdroj: Vlastní zpracování¹¹⁰

Po nadefinování požadavků na komplexní vlastnictví bude opět vypočtena optimální velikost přímého vlastnictví v jednotlivých společnostech a velikost jednotlivých přírůstků přímého vlastnictví v jednotlivých společnostech.

Pomocí tabulky 4.15 budou opět zachyceny velikosti přímých vlastnických podílů před provedenou transformací vlastnické struktury holdingové společnosti a po provedené transformaci. V následující tabulce 4.15 je možno provést ověření správnost výpočtu pomocí součtu původní velikosti přímých vlastnických podílů a přírůstků poptávaných podílů, které v případě správnosti výpočtu jsou rovny velikosti nového přímého vlastnictví v jednotlivých subjektech.

Tab. 4.15 Přímé vlastnictví

Subjekty	Původní přímé vlastnictví qA0	Přírůstek poptávaných podílů dqA	Nové Přímé vlastnictví qA1
B	0,6	0,026	0,626
C	0,014	-0,014	0
D	1	-0,206302	0,794
E	0	0,04061	0,041

Zdroj: Vlastní zpracování¹¹¹

¹¹⁰ Sec.gov: U.S. Securities and Exchange Commission – Merger proposal [online]. SEC [3.2.2020]. Dostupné z: <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1109448/000104746913010680/a2217443z424b3.htm>

¹¹¹ Sec.gov: U.S. Securities and Exchange Commission – Merger proposal [online]. SEC [3.2.2020]. Dostupné z: <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1109448/000104746913010680/a2217443z424b3.htm>

Poté, co byly velikosti jednotlivých přímých vlastnických podílů ve společnostech vyčísleny bude provedena rekapitulace a ověření získaných hodnot. V tabulce 4.15 vidíme, že ověření z prvního úhlů pohledu bylo úspěšně provedeno.

Rekapitulace řešení a ověření

Nyní bude provedena rekapitulace řešení a provedeno kontrola správnosti výpočtu z druhého úhlu pohledu, a to skrze odečtení velikosti přímého vlastnictví od celkového vlastnictví, které musí být rovno velikosti nepřímého vlastnictví spočteného skrze součin matic.

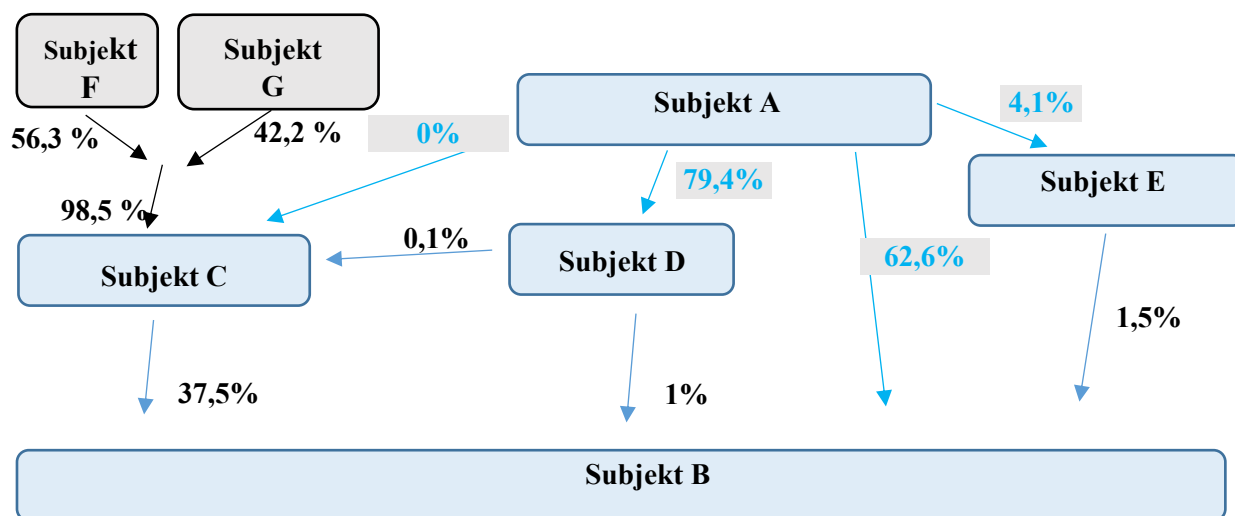
Tab. 4.16 Rekapitulace dat a ověření

Subjekty	Celkové vlastnictví wA1	Přímé vlastnictví qA1	Nepřímé vlastnictví QA·wA1	Kontrola (ověření) wA1-qA1	Minimální požadavek na celkové vlastnictví
B	0,626	0,626	0	0	0,626
C	0,23475	0	0,23475	0,23475	0,2348
D	0,800193	0,794	0,00649475	0,00649475	0,0065
E	0,05	0,041	0,00939	0,00939	0,0094

Zdroj: Vlastní zpracování¹¹²

Po zrekapitulování dosažených výsledků a ověření správnosti řešení z druhého úhlu pohledu bude optimalizovaná vlastnická struktura zanesena taktéž pro lepší orientaci do Grafu 4.6.

Graf 4.6 Schéma vlastnické struktury vybrané holdingové společnosti (Optimalizovaná situace)



¹¹² Sec.gov: U.S. Securities and Exchange Commission – Merger proposal [online]. SEC [3.2.2020]. Dostupné z: <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1109448/000104746913010680/a2217443z424b3.htm>

Legenda

Subjekt A – Pojišťovací konglomerát (mateřská společnost), Subjekt B – Investiční společnost (cílová společnost), Subjekt C – Holdingová společnost, Subjekt D – Hlavní partneři, Subjekt E – Nepřidružení vlastníci, Subjekt F – Veřejnost, Subjekt G – Vedení a zaměstnanci

Zdroj: U.S. Securities and Exchange Commission¹¹³

Ve výše uvedeném grafu 4.6 je možno vidět, že veškeré velikosti přímých vlastnických podílů mateřské společnosti v jednotlivých subjektech poklesly, kromě Subjektu E, ve kterém vznikl nově přímý vlastnický podíl mateřské společnosti. Mateřská společnost původně nedržela v subjektu E žádný přímý vlastnický podíl.

Scénář 3 (nabídka klienta)

Scénář 3 je konstruován jako návrh klienta, pod čímž je možno si představit také osobu která vystupuje jako externí osoba, která má zájem provést transformaci společnosti. Pro přiblížení modelové situace je možno si pod touto osobou představit například corporate raidera, neboli osobu, jež má v úmyslu získat v jednotlivých subjektech majoritní podíly z důvodu získání rozhodujícího hlasu ve společnostech. Na rozdíl od předchozího scénáře, má tato osoba (corporate raider) zájem získat v dceřiných společnostech větší míru komplexního vlastnictví. Požadavky corporate raidera na komplexní vlastnictví v jednotlivých subjektech jsou nadefinovány níže v tabulce 4.17.

Tab. 4.17 Minimální požadavek na celkové vlastnictví mateřské společnosti v jednotlivých dceřiných společnostech

Subjekty	Minimální limit na komplexní vlastnictví (přímo i nepřímo)
	WA
B	0,920
C	0,350
D	1,000
E	0,300

Zdroj: Vlastní zpracování¹¹⁴

Po stanovení požadavků na komplexní vlastnictví bude proveden výpočet optimální velikosti přímých vlastnických podílů mateřské společnosti v jednotlivých dceřiných

¹¹³ Sec.gov: U.S. Securities and Exchange Commission – Merger proposal [online]. SEC [2.2.2020]. Dostupné z: <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1109448/000104746913010680/a2217443z424b3.htm>

¹¹⁴ Sec.gov: U.S. Securities and Exchange Commission – Merger proposal [online]. SEC [2.2.2020]. Dostupné z: <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1109448/000104746913010680/a2217443z424b3.htm>

společnostech. Pomocí tabulky 4.18 bude zachycena velikost přímého vlastnictví před optimalizací vlastnické struktury holdingové společnosti a po provedené optimalizaci.

Tab. 4.18 Přímé vlastnictví

Subjekty	Původní přímé vlastnictví qA0	Přírůstek poptávaných podílů dqA	Nové Přímé vlastnictví qA1
B	0,6	0,32	0,920
C	0,014	-0,009	0,005
D	1	-0,00955	0,990
E	0	0,2862	0,286

Zdroj: Vlastní zpracování¹¹⁵

Z tabulky 4.18 je možno vyčíst, že velikost přímého vlastnictví vzroste subjektu B a subjektu E, v subjektech C a D naopak bude zaznamenán pokles velikosti přímého vlastnictví ze strany mateřské společnosti. V tabulce 4.18 je také opět možno provést ověření správnosti výpočtu velikosti nového přímého vlastnictví, kdy součet velikosti původního přímého vlastnictví a velikosti přírůstků poptávaných podílů je roven velikosti nového přímého vlastnictví v daných subjektech.

Rekapitulace řešení a ověření

Na základě zjištěných velikostí přímých vlastnických podílů bude nyní provedena rekapitulace řešení a ověření výsledných hodnot druhou, již výše zmíněnou metodou. Ověření bude v daném případě provedeno přes srovnání velikosti nepřímého vlastnictví zjištěného přes rozdíl celkového vlastnictví a přímého vlastnictví s velikostí nepřímého vlastnictví získaného součtem matic v rozhraní softwarového programu MS Excel. V následující tabulce 4.19 bude postupně u každého subjektu uvedena velikost celkového vlastnictví na daném subjektu z pohledu mateřské společnosti, následně individuálně velikost přímého a nepřímého vlastnictví a provedené ověření velikosti nepřímého vlastnictví, které bude na konci doplněno o minimální požadavek na celkové vlastnictví.

¹¹⁵ Sec.gov: U.S. Securities and Exchange Commission – Merger proposal [online]. SEC [3.2.2020]. Dostupné z: <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1109448/000104746913010680/a2217443z424b3.htm>

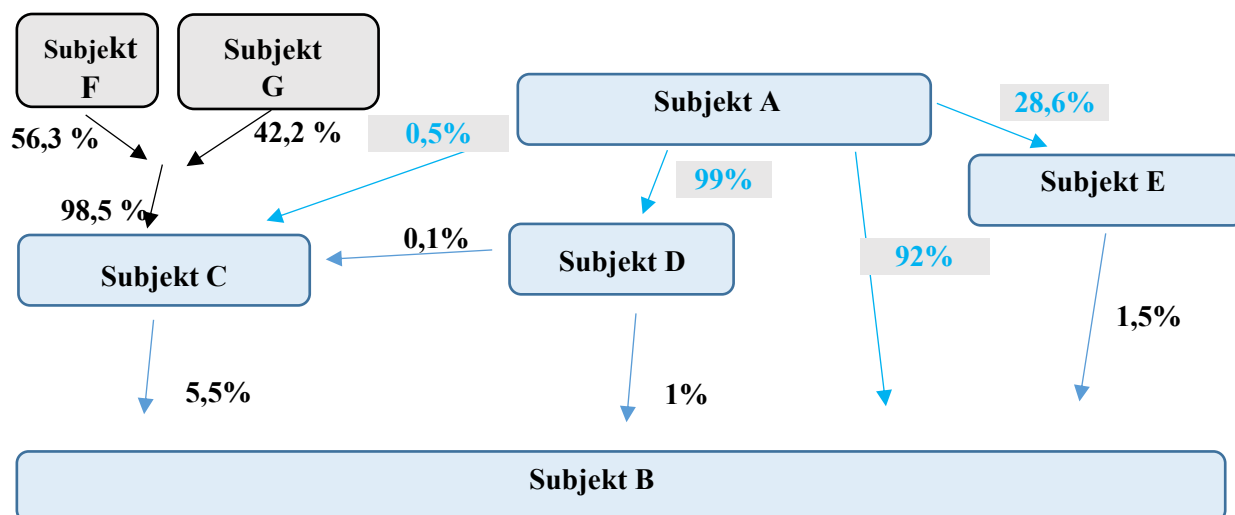
Tab. 4.19 Rekapitulace dat a ověření

Subjekty	Celkové vlastnictví wA1	Přímé vlastnictví qA1	Nepřímé vlastnictví QA·wA1	Kontrola (ověření) wA1-qA1	Minimální požadavek na celkové vlastnictví
B	0,92	0,92	0	0	0,920
C	0,35	0,005	0,345	0,345	0,350
D	1	0,990	0,00955	0,00955	1
E	0,3	0,286	0,0138	0,0138	0,3

Zdroj: Vlastní zpracování¹¹⁶

Dle tabulky 4.19 je možno potvrdit, že řešení bylo ověřeno také z pohledu druhé metody kontroly správnosti výsledných hodnot. Pro lepší přehlednost si data z tabulky převedeme opět do grafického znázornění, které nám situaci zobrazí v přehlednější formě.

Graf 4.7 Schéma vlastnické struktury vybrané holdingové společnosti (Optimalizovaná situace)



Legenda

Subjekt A – Pojišťovací konglomerát (mateřská společnost), Subjekt B – Investiční společnost (cílová společnost), Subjekt C – Holdingová společnost, Subjekt D – Hlavní partneři, Subjekt E – Nepřidružení vlastníci, Subjekt F – Veřejnost, Subjekt G – Vedení a zaměstnanci

Zdroj: U.S. Securities and Exchange Commission¹¹⁷

¹¹⁶ Sec.gov: U.S. Securities and Exchange Commission – Merger proposal [online]. SEC [3.2.2020]. Dostupné z: <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1109448/000104746913010680/a2217443z424b3.htm>

¹¹⁷ Sec.gov: U.S. Securities and Exchange Commission – Merger proposal [online]. SEC [3.2.2020]. Dostupné z: <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1109448/000104746913010680/a2217443z424b3.htm>

Na výše uvedeném schématu je nám znázorněna optimalizovaná vlastnická struktura vybrané holdingové společnosti. Ze schématu je možno vyvodit, že u subjektů B a E, jež jsou drženy mateřskou společností byl zachycen nárůst velikosti přímých vlastnických podílů, a to konkrétně o 32% u subjektu B a o 28,62% u subjektu E. U subjektů C a D byl naopak zaznamenán pokles velikosti přímých vlastnických podílů, a to konkrétně o 0,9% u subjektu C a o 0,955% u subjektu D ze strany mateřské společnosti.

4.2.2 Optimalizace dle stanovených akvizičních cen

V následující části práce bude brána v potaz pouze jedna akviziční cena u daného subjektu. Optimalizace bude v daném případě představována hledáním takové transformace vlastnické struktury holdingové společnosti, jež bude vyžadovat nejnižší celkové náklady na provedení transformace vlastnické struktury vybrané holdingové společnosti. Cílem tedy bude zjistit, která transformace, je nejefektivnější z hlediska proveditelnosti. Nejprve si v tabulce nadefinujeme tři výchozí scénáře lišící se velikostí poptávaných podílů v daných subjektech, charakterizované vždy minimálním limitem na komplexní vlastnictví, držené mateřskou společností v jednotlivých dceřiných společnostech (subjektech).

Tab. 4.20 Minimální limit na komplexní vlastnictví držený subjektem A (mateřskou společností) v jednotlivých subjektech

	Scénář 1 (Výchozí) wA	Scénář 2 wA	Scénář 3 wA
Subjekt B	0,80	0,626	0,920
Subjekt C	0,30	0,042	0,350
Subjekt D	1,00	0,800	1,000
Subjekt E	0,10	0,050	0,300

Zdroj: Vlastní zpracování, Zmeškal (2013)¹¹⁸

Poté, co byly pomocí scénářů nadefinovány požadavky na komplexní vlastnictví v jednotlivých subjektech budou celkové náklady související s transformací vlastnické struktury v jednotlivých scénářích postupně okomentovány. Nakonec kapitoly provedeme také grafické zachycení dosažených výsledků pro lepší vypovídací schopnost našeho řešení. Při nadefinování jednotlivých scénářů akvizičních cen budeme opět postupovat chronologicky od scénáře 1 (výchozí scénář) přes scénář 2 (nabídka akvizičního oddělení) ke scénáři 3 (nabídka klienta).

¹¹⁸ ZMEŠKAL, Zdeněk. *Finanční modely*. 3.vyd. Praha: Ekopress, 2013. 249 s. ISBN 978-80-86929-91-0

Scénář 1 (Výchozí situace)

Při provedení transformace vlastnické struktury holdingové společnosti dle požadavků na komplexní vlastnictví uvedených ve výchozím scénáři (Scénář 1), budou celkové náklady na transformaci vybrané holdingové společnosti vyčísleny na 2,5811 peněžních jednotek. Údaj je možno považovat jako výchozí, a také jako jakýsi kompromis mezi Scénářem 2, v němž je požadován obecně nižší důraz na přímé vlastnictví a Scénářem 3, v kterém je naopak kladen vyšší důraz na přímé vlastnictví mateřské společnosti v jednotlivých dceřiných společnostech.

Tab. 4.21 Celkové náklady na transformaci vlastnické struktury (Scénář 1)

Celkové náklady na transformaci vlastnické struktury	
Scénář 1	2,5811

Zdroj: Vlastní zpracování

Scénář 2 (nabídka akvizičního oddělení)

Scénářem 2 je znázorňována situace, kdy akviziční oddělení společnosti požaduje nižší míru přímého vlastnictví drženého mateřskou společností v jednotlivých dceřiných společnostech (subjektech) než ve výchozí situaci (Scénář 1). V daném případě jsou celkové náklady na transformaci vybrané holdingové společnosti vyčísleny na 0,169294 peněžních jednotek. Cílem takovéto transformace může být například delegování rozhodovacích pravomocí od mateřské společnosti směrem k dceřiným společnostem. Z daného výsledku lze vyvodit pouze, že náklady transformace jsou nižší a při zaměření se pouze na náklady proveditelnosti transformace vlastnické struktury holdingové společnosti je daná varianta méně nákladná na vynaložení peněžních prostředků. Výhodnost či úspěšnost dané transformace je možno provést až po několika letech fungování holdingové společnosti, protože delegování pravomocí na jednotlivé dceřiné společnosti spolu přináší výhody, mezi které může patřit například nižší míra administrativy orientované do mateřské společnosti či řízení operativního řízení daného subjektu osobami více kompetentními, znalými danou problematiku blíže než osoby působící v mateřské společnosti. Mezi nevýhody je možno poté zmínit především nutnost bližší kooperace a sladování dlouhodobých strategických plánů týkajících se celého holdingového uspořádání, kde musí kooperovat více stran, pro sledování obdobných cílů.

Hodnota celkových nákladů na transformaci vlastnické struktury je v práci myšlena jako suma akvizičních cen, v praxi je ale hodnota celkových nákladů na provedení transformace, doprovázena celou řadou dalších nákladů, které jsou pro posouzení transakce nutné brát v úvahu, především náklady související s administrativními úkony.

Tab. 4.22 Celkové náklady na transformaci vlastnické struktury (Scénář 2)

Celkové náklady na transformaci vlastnické struktury	
Scénář 2	0,169294

Zdroj: Vlastní zpracování

Scénář 3 (nabídka klienta)

Ve scénáři 3 je zachycena situace, kdy druhá strana, představována v naší úloze corporate raiderem požaduje vyšší míru přímého vlastnictví mateřské společnosti v jednotlivých dceřiných společnostech. Celkové náklady na transformaci vybrané holdingové společnosti jsou vyčísleny na 7,19635 peněžních jednotek. Jak bylo zmíněno výše v práci, zájem corporate raider je ve většině případů získat majoritní podíl především kmenových akcií, které umožňují corporate raiderům v daných společnostech další kroky. Společnosti si v daném případě samozřejmě sledují, aby většinou část kmenových akcií nezískala pouze jedna osoba. Celkové náklady na transformaci vlastnické struktury jsou tedy vyčísleny ve scénáři 3 ve srovnání s ostatními scénáři jako nejvyšší, ale obdobně jako v předchozích scénářích je potřeba brát dané náklady jako jeden z několika prvků při posuzování transformace společnosti. Pro dlouhodobý růst společnosti na trhu je důležitý také růst hodnoty podniku, který by v případě podstatného změnění majoritních vlastnických podílů mohl mít dopad na hodnotu společnosti a udržení strategického plánu.

Tab. 4.23 Celkové náklady na transformaci vlastnické struktury (Scénář 3)

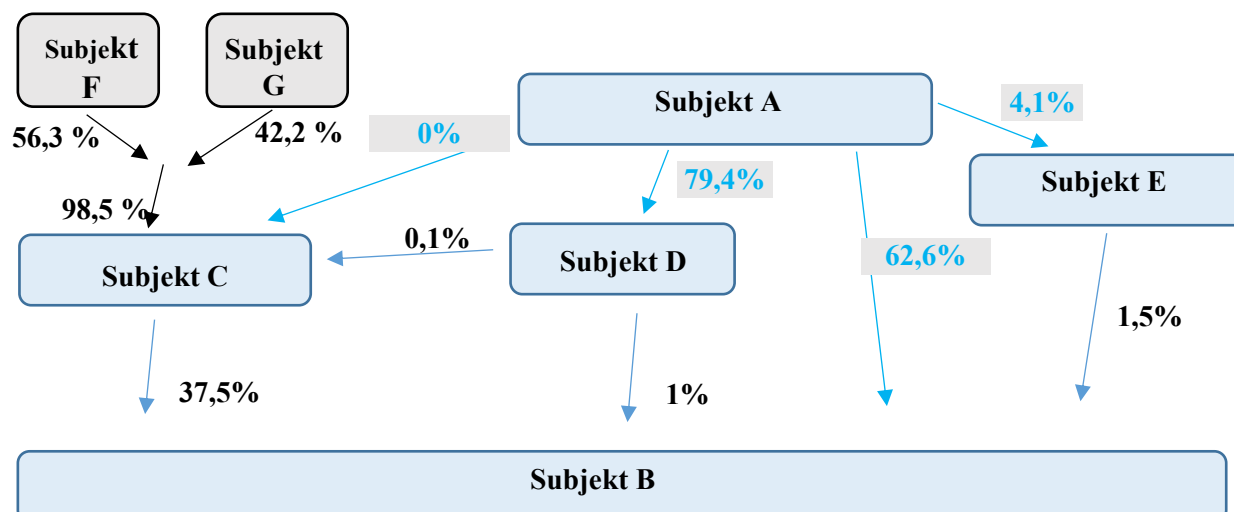
Celkové náklady na transformaci vlastnické struktury	
Scénář 3	7,19635

Zdroj: Vlastní zpracování

4.2.3 Shrnutí

V případě požadavku na minimalizaci celkových nákladů na transformaci vybrané holdingové společnosti ze strany vedení společnosti by byl vybrán Scénář 2, který by vyžadoval pro jeho provedení vynaložit celkové náklady na realizaci ve výši 0,169294 peněžních jednotek. Pro lepší přehlednost našeho řešení si uvedeme optimalizovanou vlastnickou strukturu holdingové společnosti dle scénáře 2 také v grafickém znázornění, kde budou jednotlivé změny přímých vlastnických podílů v daných dceřiných společnostech zvýrazněny pro lepší vypovídací schopnost výsledků naší úlohy. Nyní si tedy v Grafu 4.8 zobrazíme jednotlivé vazby v holdingové struktuře po provedení optimalizace vlastnické struktury dle výše zmíněných požadavků.

Graf 4.8 Optimalizovaná vlastnická struktura dle Scénáře 2



Legenda

Subjekt A – Pojišťovací konglomerát (mateřská společnost), Subjekt B – Investiční společnost (cílová společnost), Subjekt C – Holdingová společnost, Subjekt D – Hlavní partneři, Subjekt E – Nepřidružení vlastníci, Subjekt F – Veřejnost, Subjekt G – Vedení a zaměstnanci

Zdroj: U.S. Securities and Exchange Commission¹¹⁹

V Grafu 4.8 je tedy spatřována změna ve velikostech přímých vlastnických podílů mezi subjektem A (mateřskou společností) a jednotlivými subjekty B, C, D a E. V Grafu 4.8 můžeme vidět, že po provedené optimalizaci vlastnické struktury holdingové společnosti dle Scénáře 2 byly sníženy přímé vlastnické podíly v subjektech C a D. Konkrétně v subjektu C byl odprodán celkový přímý vlastnický podíl mateřské společnosti, který byl před provedením transformace vyčíslen na 1,5%. V subjektu D byl přímý vlastnický podíl mateřské společnosti rovněž snížen z původního 100% přímého vlastnického podílu na 79,4% přímý vlastnický podíl. V subjektech B a D byl naopak zachycen nárůst přímých vlastnických podílů. V subjektu B byl mateřskou společností navýšen přímý vlastnický podíl na 62,6% z původního 60% přímého vlastnického podílu. V subjektu E poté byl mateřskou společností získán zcela nový přímý vlastnický podíl, a to konkrétně ve výši 4,1%. Pokud bychom se podívali na celkové náklady na provedení transformace vlastnické struktury holdingové společnosti, tak při realizaci transformace vlastnické struktury vybrané holdingové společnosti dle Scénáře 2 by za výše zmíněných podmínek bylo vynaloženo 0,169294 peněžních jednotek.

¹¹⁹ Sec.gov: U.S. Securities and Exchange Commission – Merger proposal [online]. SEC [3.2.2020]. Dostupné z: <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1109448/000104746913010680/a2217443z424b3.htm>

Tab. 4.24 Celkové náklady na transformaci vlastnické struktury (Scénář 2)

Celkové náklady na transformaci vlastnické struktury	
Scénář 2	0,169294

Zdroj: Vlastní zpracování

Je nutno zmínit, že v druhé podkapitole byl vyřešen požadavek na minimalizaci celkových nákladů na transformaci vlastnické struktury vybrané holdingové společnosti, s kterým je při rozhodování o transformaci vlastnické struktury holdingové společnosti v reálné situaci spojena řada dalších souvisejících faktorů. Jedná se především o zajištění mezinárodní kooperace subjektů a ověřování, zda daná změna vlastnické struktury bude mít očekávaný efekt. Pokud se tedy vedení holdingové společnosti rozhodne pro nižší míru přímého vlastnictví v daných subjektech, je tento krok provázen předáním požadovaných kompetencí danému subjektu. V případě, že je daný subjekt součástí holdingového uspořádání je nutno také harmonizovat strategický cíl jednotlivých subjektů v daném holdingu, aby dané uspořádání bylo efektivní a bylo pro subjekty, jež jsou součástí holdingu přínosné.

Pokud bychom měli shrnout výsledek druhé podkapitoly, tak můžeme konstatovat, že v ní bylo nalezeno optimální řešení pro transformaci vlastnické struktury vybrané holdingové společnosti. Cílem v dané podkapitole bylo nalézt takovou transformaci vlastnické struktury holdingové společnosti, kdy budou celkové náklady na transformaci minimální. Na rozdíl od první podkapitoly se zde, ale pracovalo se scénáři, které byly tvořeny různými kombinacemi požadavků na komplexní vlastnictví v jednotlivých subjektech. V první podkapitole se tedy jednalo o práci pouze s cenovou kalkulací, samozřejmě za podmínky dodržení požadavků na komplexní vlastnictví. V druhé podkapitole jsme se zaměřili na různé velikosti vlastnických podílů v daných společnostech, s kterými je provázaná také specifická dividendová politika. Dividendová politika je oblast, jež je možno dále charakterizovat, ale ve zpracovávaném tématu chceme pomocí ní pouze nastínit, že je jedna z klíčových oblastí, proč jsou v daných subjektech drženy portfoliové podíly. Jak jsme zmínili výše v kapitole subjekt může držet vlastnické podíly z různých důvodů. Obecná formulace, zda vyšší míra komplexního vlastnictví v daném subjektu je či není výhodnější nelze konstatovat. V dané podkapitole bylo cílem simulovat pomocí tří scénářů, jak by vypadala výsledná vlastnická struktura vybrané holdingové společnosti, za nadefinovaných požadavků na komplexní vlastnictví v jednotlivých subjektech. Výsledné hodnoty tedy třeba interpretovat jako modelové situace, které je možno dle potřeb způsobit konkrétní situaci v reálné situaci.

Na problematiku je možno pohlížet také z pohledu externího pohledu a tím nyní nemáme na mysli pohled corporate raidera, který byl již výše zmiňován. Proces transformace holdingových společností je také často doprovázen operacemi, které provádějí externí subjekty s cílem realizovat výnos na provedení dané operace, bez záměru podílet se na rozhodování o budoucím směřování jednotlivých společností. V případě, že jsou uveřejněny informace o plánované fúzi či akvizici vybrané holdingové společnosti s další společností, je možnost realizovat z dané informace zisk. Obecně jsou na trhu vždy dvě společnosti, společnost kupující a společnost kupovaná (tzv. cílová společnost). Hodnota akcií první společnosti je na trhu obvykle poměrně vyšší než hodnota akcií cílové společnosti. Tato informace, je klíčovým bodem, který je externí osobou považován jako výchozí, jelikož v případě, že fúze bude úspěšně dokončena a bude se jednat o tzv. fúzi sloučením, popřípadě fúzi splynutím, bude dále na trhu vystupovat pouze jeden subjekt (společnost). Obecně hodnota akcií nově působící společnosti na trhu bude mít hodnotu akcií poměrně vyšší, než měla cílová společnost po dobu samostatného působení před provedením fúze. Pokud tedy shrneme záměr externího subjektu, tak za daných informací je možno provést nákup akcií cílové společnosti na trhu před provedením fúze, a následně po úspěšném dokončení fúze akcie, nyní již nově vzniklé společnosti, prodat na trhu za cenu vyšší. Daná operace s sebou také nese riziko, které souvisí s pravděpodobností provedení fúze, což znamená, že v případě nedokončené fúze může provedená operace souviset naopak s poklesem ceny akcií cílové společnosti. Danou oblast je tedy možno považovat jako potencionální investiční příležitost, která bývá externí osobou ve většině případů důkladně zanalyzována, popřípadě dodatečně zajištěna. Mezi subjekty provádějící následující operace je možno uvést například hedgeové fondy.¹²⁰

¹²⁰ NICHOLAS, Joseph G. *Market-Neutral Investing: long/short hedge fund strategies*. New York: Bloomberg Press, 2000. ISBN 1-57660-037-8

5 Závěr

V práci bylo postupováno od teoretické části přes metodickou k výsledné aplikační fázi. Cílem práce bylo optimalizovat vlastnickou strukturu vybrané holdingové společnosti dle nadefinovaných požadavků na celkové vlastnictví v jednotlivých společnostech.

Práce byla rozčleněna do pěti kapitol. V úvodu byl popsán cíl práce a stručně charakterizovány obsahové náplně jednotlivých kapitol. V druhé kapitole byla věnována pozornost pojmu holding, holdingová struktura a způsobům transformace holdingových struktur. Druhá kapitola byla orientována na teoretickou oblast práce, mimo výše zmíněných pojmů jsme se v kapitole zaměřili na objasnění základních pojmů využívaných také dále v práci, především pojmům fúze a akvizice, které tvoří základní prvek transformace holdingových struktur. V třetí kapitole byla věnována pozornost metodické části práce. Ve třetí kapitole byla uvedena potřebná metodologie, pro provedení optimalizace vlastnické struktury vybrané holdingové společnosti. Zaměřili jsme se tedy na nadefinování původní vlastnické struktury vybrané holdingové společnosti, kterou jsme popsali, jak slovně, tak rovněž graficky. Jelikož práce je věnována optimalizaci vlastnické struktury holdingové společnosti, byla tato skutečnost brána v ohled po dobu celé práce, proto byly veškeré dosažené hodnoty interpretovány rovněž pomocí grafického vyjádření, pomocí kterého jsme chtěli zajistit podpůrnou stránku interpretace námi dosažených výsledných hodnot. Ve třetí kapitole bylo tedy provedeno konkrétní nadefinování požadavků na provedení optimalizace vlastnické struktury a s nimi souvisejících scénářů, včetně veškerých potřebných matematických formulí využívaných při provádění následné optimalizaci vlastnické struktury vybrané holdingové společnosti v kapitole navazující. Ve třetí kapitole jsme se také zmínili o formě provedení rekapitulace a ověření výsledných hodnot, které mělo v naší práci charakter především podpůrný. Pomocí rekapitulace výsledných hodnot bylo vždy naše řešení shrnuto a také nastíněno graficky, aby byl výstup práce lépe aplikovatelný v praktickém využití. Ve čtvrté kapitole byla pozornost věnována aplikační části práce. V kapitole byla provedena samotná optimalizace vlastnické struktury vybrané holdingové společnosti dle předem určených požadavků na komplexní vlastnictví mateřskou společností v jednotlivých subjektech. Optimalizace byla prováděna ze dvou různých úhlů pohledu, proto byla rovněž čtvrtá kapitola rozdělena do dvou podkapitol. V první podkapitole byla provedena optimalizace vlastnické struktury dle různých akvizičních cen a v druhé podkapitole poté optimalizace dle různých požadavků na komplexní vlastnictví v daných společnostech. Pro přiblížení naší práce skutečnosti bylo vždy pracováno při optimalizaci se třemi různými scénáři. Vytvoření scénářů

bylo sestaveno s ohledem na odlišné pohledy vzhledem k optimalizaci vlastnické struktury. První scénář byl vždy považován jako tzv. výchozí, druhý scénář jako naše nabídka (nabídka akvizičního oddělení firmy) a třetí scénář byl představován klientovou nabídkou.

Nejdříve byla v první podkapitole provedena optimalizace vlastnické struktury dle požadavku na komplexní vlastnictví v jednotlivých dceřiných společnostech. Jednotlivé scénáře byly představovány rozdílnými kombinacemi akvizičních cen jednotlivých vlastnických podílů. V druhé podkapitole byla následně provedena rovněž optimalizace vlastnické struktury dle požadavku na komplexní vlastnictví. Bylo zde, ale na rozdíl od první podkapitoly, kde bylo pracováno se scénáři různých kombinací akvizičních cen, pracováno se třemi scénáři lišících se v požadavcích na komplexní vlastnictví v daných subjektech (dceřiných společnostech). Akviziční ceny jednotlivých vlastnických podílů byly zvoleny v druhé podkapitole pro lepší vypovídací schopnost pro všechny scénáře identické.

Cílem práce bylo vždy najít optimální řešení, při kterém budou splněny požadavky úlohy, tedy požadavek na celkové vlastnictví v jednotlivých dceřiných společnostech a zároveň bude dosaženo minimalizace celkových nákladů spojených s transformací vlastnické struktury vybrané holdingové společnosti. Řešením byla vždy optimalizovaná struktura doplněná o celkové náklady související s transformací vlastnické struktury holdingové společnosti.

V aplikační části byl tedy nalezen optimální scénář akvizičních cen i velikosti vlastnických podílů. Nejprve byl tedy pomocí finančního modelu nalezen optimální scénář akvizičních cen, který byl představován Scénářem 2, kdy celkové náklady na transformaci holdingové společnosti byly vyjádřeny na 2,2162 peněžních jednotek. V druhé části byl poté objeven optimální scénář velikosti vlastnických podílů, který byl představován Scénářem 2. Celkové náklady na transformaci holdingové struktury dle Scénáře 2 v druhé situaci byly vyčísleny na 0,169294 peněžních jednotek.

Práce byla zaměřena na problematiku konstrukce holdingových struktur, konkrétně na transformaci vlastnických struktur v holdingových společnostech. Práce byla pojmána z pohledu mateřské společnosti, která zvažovala přijetí různých scénářů provedení. Úloha byla tedy formována jako rozhodnutí stávajícího vedení holdingového uspořádání o dalším postupu či přesněji o další podobě holdingové společnosti. Na problematiku transformace holdingového uspořádání tedy bylo pohlíženo z pohledu subjektu, jenž drží v daných subjektech ve většině případů, již přímé vlastnické podíly. V práci bylo uvedeno, jaká by byla velikost celkových

nákladů na transformaci holdingové společnosti při jednotlivých kombinacích akvizičních cen nakupovaných vlastnických podílů, zachycených vždy v daných scénářích.

Dále jsme se v práci zabývali optimalizací vlastnické struktury v případě různých velikostí vlastnických podílů v jednotlivých dceřiných společnostech. Zde byly celkové náklady na provedení transformace poměrně odlišnější než v předchozím případě. Optimální scénář byl zde, ale rovněž nalezen. V druhé situaci či podkapitole jsme také uvedli, že na situaci je možno pohlížet z více úhlů pohledu. V případě, že by například byl požadavek mateřské společnosti na nižší míru delegování kompetencí na jednotlivé dceřiné společnosti, byla by snaha mateřské společnosti minimalizovat přímé vlastnické podíly v jednotlivých subjektech (dceřiných společnostech). V případě, že by naopak bylo požadováno přenesení maximálního množství kompetencí z dceřiných společností do mateřské společnosti, byla by naopak snaha o získání, co největšího vlastnického podílu v daných subjektech mateřskou společností. Závěrem lze tedy konstatovat, že účelem transformace vlastnické struktury holdingové společnosti tedy mohou být rozdílné záměry, které jsme se snažili zachytit pomocí odlišných scénářů. V práci byl také brán v potaz pohled externí osoby, za kterou byl považován corporate raider neboli osoba, která má individuálně specifikován cíl, a to získat majoritní vlastnické podíly, z důvodu získání maximálních kompetencí na rozhodovacím procesu především o budoucím směřování jednotlivých společností. Corporate raider byl vybrán pro danou problematiku z toho důvodu, jelikož je ideálním příkladem externí osoby, jež má zájem o maximalizaci velikosti vlastnických podílů v daných subjektech.

Nastíněna tématika externích subjektů by byla poměrně zajímavá pro eventuální námět dalšího tématu práce v budoucnu. Na danou problematiku by, tak mohlo být nahlíženo z jiného úhlu pohledu a celková problematika vlastnické struktury holdingové společnosti by byla zasazena do širšího rámce.

Práci by v budoucnu bylo možno také doplnit o daňovou stránku transformace holdingové společnosti. V práci byla daná problematika rovněž částečně zmíněna, jelikož se ale nejednalo o hlavní cíl práce, byly zde uvedeny pouze základní souvislosti se zpracovávaným tématem bezprostředně související. Oblast daňové problematiky je pole, které je potřeba v případě optimalizace vlastnické struktury holdingové společnosti konzultovat s odborníky na daňovou problematiku či konkrétněji daňovými poradci v daných oblastech trvale působících, a tudíž znalých místních podmínek. Jelikož se v případě holdingových společností jedná většinou o daňovou problematiku na území několika států je nutno tuto oblast harmonizovat a provést rovněž daňovou optimalizaci. Dle informací, s kterými jsme se během

práce dostali do kontaktu, je dle našeho uvážení provádění daňové optimalizace holdingové struktury považováno za téma či námět vyhraněné pro samostatnou práci, která by se mohla věnovat výhradně daňovým aspektům transformace holdingových společností.

Seznam použité literatury

Odborná kniha

BERK, Jonathan and Peter DEMARZO, *Corporate finance*. London: Pearson, 2017. ISBN 978-0-13-408327-8

BREALEY, R., S. C. MYERS and F. ALLEN, *Teorie a praxe firemních financí*. Brno: BizBooks, 2014. ISBN 978-80-265-0028-5.

COURET, Alain a Didier MARTIN. *Holdingové společnosti*. Praha: HZ systém, 1997. ISBN 80-860009-11-4

GAUGHAN, Patrick A. *Mergers, acquisitions, and corporate restructurings*. New Jersey: John Wiley and Sons, 2007. ISBN 978-0-471-70564-2

GROSS, Kerstin. *Equity ownership and performance*. Heidelberg: Physica-Verlag. 2007. 373 s. ISBN 978-3-7908-1933-5

HLAVÁČ, Jiří. *Fúze a akvizice-proces nákupu a prodeje firem*. 2.vyd. Praha: Oeconomia, 2016. 134 s. ISBN 978-80-245-2159-6

KLEIN, Štěpán. *Daňové ráje... aby nebyly daňovým peklem*. 1.vyd. Ostrava: Sagit, 1998. ISBN 80-7208-074-1

KORNBLUTH, J. S. H. and G. R. SALKIN. *The management of corporate financial assets: Applications of mathematical programming models*. London: Academic Press, 1987. 348 s. ISBN 0-12-420920-3

LAWRENCE, K. D., G. R. REEVES and J. B. GUERARD. *Advances in mathematical programming and financial planning*. Greenwich: JAI Press, 1990. 258 s. ISBN 0-89232-815-0

LESERVOISIER, Laurent. *Daňové ráje*. Praha: HZ Praha, 1996. ISBN 80-86009-07-6

MACH, Tomáš. *Mezinárodní ochrana holdingů*. Plzeň: Aleš Čeněk, 2011. ISBN 978-80-7380-309

MAREK, Petr. *Studijní průvodce financemi podniku*. 2.vyd. Praha: Ekopress, 2009. 627 s. ISBN 978-80-86929-49-1

NICHOLAS, Joseph G. *Market-Neutral Investing: long/short hedge fund strategies*. New York: Bloomberg Press, 2000. ISBN 1-57660-037-8

SMRČKA, Luboš. *Ovládnutí a převzetí firem*. 1.vyd. Praha: C. H. Beck, 2013. 159 s. ISBN 978-80-7400-442-1

SOLILOVÁ, Veronika a Danuše NERUDOVÁ. *Transferové ceny – Unikátní komplexní zpracování problematiky / Praktické pojetí formou případových studií*. Praha: Wolters Kluwer ČR, 2019. 316 s. ISBN 978-80-7598-169-1

STERN, Daniel. *Das Währungstransaktionsrisiko in international agierenden Unternehmen. Leitfaden für Finanzen, Treasury und Controlling*. München: GRIN Verlag, 2018. 193 s. ISBN 978-39-56876738

REŽŇÁKOVÁ, Mária. *Mezinárodní kapitálové trhy – zdroj financování*. Praha: GRADA publishing, 2007. 224 s. ISBN 978-80-247-1922-1

ZMEŠKAL, Zdeněk. *Finanční modely*. 3.vyd. Praha: Ekopress, 2013. 249 s. ISBN 978-80-86929-91-0

Elektronické dokumenty a ostatní

Volkswagen.com.: *Volkswagen – Brands and Models* [online]. Volkswagen [28.10.2019]. Dostupné z: <https://www.volkswagenag.com/en/brands-and-models.html>

Bloomberg.com.: *Bloomberg – AXA Equitable Holdings Inc.* [online]. Bloomberg [4.11.2019]. Dostupné z: <https://www.bloomberg.com/profile/company/EQH:US>

Bloomberg.com.: *Bloomberg – Alliance Bernstein Holdings LP* [online]. Bloomberg [4.11.2019]. Dostupné z: <https://www.bloomberg.com/quote/AB:US>

Sec.gov: *U.S. Securities and Exchange Commission – Merger proposal* [online]. SEC [9.11.2019]. Dostupné z: <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1109448/000104746913010680/a2217443z424b3.htm>


Seznam zkratk

ČNB

Prohlašuji, že

- jsem byl seznámen s tím, že na mou diplomovou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. – autorský zákon, zejména § 35 – užití díla v rámci občanských a náboženských obřadů, v rámci školních představení a užití díla školního a § 60 – školní dílo;
- beru na vědomí, že odevzdáním diplomové práce souhlasím se zveřejněním své práce podle zákona č. 111/1998 Sb. o vysokých školách a o změně a doplnění dalších zákonů (zákon o vysokých školách), ve znění pozdějších právních předpisů, bez ohledu na výsledek obhajoby;
- beru na vědomí, že Vysoká škola báňská – Technická univerzita Ostrava (dále jen VŠB-TUO) má právo nevýdělečně, ke své vnitřní potřebě, diplomovou práci užít (§ 35 odst. 3);
- souhlasím s tím, že diplomová práce bude v elektronické podobě archivována v Ústřední knihovně VŠB-TUO. Souhlasím s tím, že bibliografické údaje o diplomové práci budou zveřejněny v informačním systému VŠB-TUO;
- bylo sjednáno, že s VŠB-TUO, v případě zájmu z její strany, uzavřu licenční smlouvu s oprávněním užít dílo v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;
- bylo sjednáno, že užít své dílo, diplomovou práci, nebo poskytnout licenci k jejímu využití mohu jen se souhlasem VŠB-TUO, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly VŠB-TUO na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše).

V Ostravě dne 18. 9. 2020

.....


jméno a příjmení studenta